

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 37

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Julho / Dezembro de 2025

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

EDITORES: Sérgio Campinho (Graduação, UERJ, Brasil) e Mauricio Moreira Menezes (Doutor, UERJ, Brasil).

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Doutor, UERJ, Brasil), Ana Frazão (Doutora, UNB, Brasil), António José Avelãs Nunes (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Carmen Tiburcio (Doutora, UERJ, Brasil), Fábio Ulhoa Coelho (Doutor, PUC-SP, Brasil), Jean E. Kalicki (Doutor, Georgetown University Law School, Estados Unidos), John H. Rooney Jr. (Doutor, University of Miami Law School, Estados Unidos), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Luiz Edson Fachin (Doutor, UFPR, Brasil), Marie-Hélène Monsérié-Bom (Doutora, Université Paris 2 Panthéon-Assas, França), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (Doutor, USP, Brasil), Peter-Christian Müller-Graff (Doutor, Ruprecht-Karls Universität Heidelberg, Alemanha) e Werner Ebke (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto (Doutor, UERJ, Brasil) e Mariana Pinto (Doutora, UERJ, Brasil) - Coordenadores. Daniela da Costa Fernandes (Mestrado em Andamento, UERJ, Brasil) Guilherme Vinseiro Martins (Doutor, UFMG, Brasil), Leonardo da Silva Sant'Anna (Doutor, FIOCRUZ, Brasil), Livia Ximenes Damasceno (Mestre, Centro Universitário Christus, Brasil), Mariana Campinho (Mestre, Columbia Law School, Estados Unidos), Mariana Pereira (Pós-graduada, UERJ, Brasil), Mauro Teixeira de Faria (Doutor, UERJ, Brasil), e Rodrigo Cavalcante Moreira (Mestre, UERJ, Brasil).

PARECERISTAS DESTE NÚMERO: Caroline da Rosa Pinheiro (Doutora, IFRJ, Brasil), Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Erika Ferraz (Mestre, USP, Brasil), Felipe Albuquerque (Doutor, UERJ, Brasil), Gerson Luiz Carlos Branco (Doutor, UFRGS, Brasil), Giselle Welsch (Doutora, IDP-PR, Brasil), Karlo Fonseca Tinoco (Doutor, PUC-PR, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Thalita Almeida (Doutora, UERJ, Brasil), Vitor Willcox (Doutor, UERJ, Brasil) e Vitoria Neffa (Mestre, USP, Brasil).

Contato: Av. Rio Branco, nº 151, grupo 801, Centro – Rio de Janeiro-RJ. CEP: 20.040-006. E-mail: rsde@rsde.com.br ou conselho.executivo@rsde.com.br. Telefone (21) 3479-6100.

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 37 (julho/dezembro 2025)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)



Obra Licenciada em Creative Commons
Atribuição - Uso Não Comercial - Compartilhamento
pela mesma Licença

Colaboraram neste número

Bianca Martins Knap

Master's candidate in Law at the Pontifical Catholic University of Paraná (PUC/PR). Specialist in Tax Law, Compliance, and Tax Planning from PUC/PR (2024). Bachelor in Accounting from the State University of Maringá (2024). Bachelor in Law from the Pontifical Catholic University of Paraná (2022). Lawyer and Accountant.

E-mail: bianca.knap@pucpr.edu.br

Carina Mandler Schmidmeier

Lawyer practicing in Commercial Law, International Trade, and International Contracts. Master's candidate in Economic Law and Development – Economic Law, Development, and Globalization at the Pontifical Catholic University of Paraná (PUC/PR). Postgraduate in Civil and Business Law from the Pontifical Catholic University of Paraná (PUC/PR). Postgraduate in Labor and Social Security Law from the Pontifical Catholic University of Minas Gerais (PUC/MG). Postgraduate in Energy Law and Strategic Aspects of the Brazilian Electric Sector from ESMAFE – PR/UNIBRASIL. Member of the Research Group on Contemporary Tax Law: Taxation, Fiscal State, Fundamental Rights, and Economic Order (August 2017 – present). Member of the Research Group Advanced Studies in International Law and Sustainable Development at PUC-PR.

E-mail: carina.schmidmeier@pucpr.jus.br

Daniel Coachman Kolouboff

Assessor no Colegiado da CVM. Mestrando em Economia e Finanças pela FGV. Pós-graduando em Advocacia Empresarial pela UERJ. Advogado. Bacharel em Direito pela Faculdade Nacional de Direito - UFRJ.

E-mail: danielc.k99@gmail.com

Daniel Franceschi Monteiro

Advogado em Porto Alegre/RS, formado com L urea Acadêmica pela Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) em 2024.

E-mail: daniel@jairomonteiro.com.br

Hugo Nunes Nakashoji Nascimento

Mestrando em Direito Comercial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP). LL.M em Direito Societário pelo Insper. Advogado em Brasília e em São Paulo.

E-mail: hugonakashoji@martinscardozo.com.br

Igor Silvério de Carvalho Assis

Graduado em Direito pela Universidade de São Paulo (USP). Advogado.

E-mail: igorsscassis@gmail.com

João Rafael Castro de Oliveira

Mestre em Direito Civil e Pós-Graduado em Direito Processual Civil pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio). Advogado e  rbitro.

E-mail: jrc@bmalaw.com.br

Mariana Cavalcanti Jardim

Professora de Direito Empresarial e Direito do Seguro. Mestre em Direito de Empresas e Atividades Econômicas pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro - UERJ, Pós-graduada em Direito de Empresas pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro - PUC/RJ, Especialista em Direito do Seguro e Resseguro pela Funda o Getúlio Vargas – FGV/RJ e Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da UERJ. Secretária-Adjunta da Comissão de Direito do Seguro da OAB/RJ. Colunista da Editora Roncarati. Advogada.

E-mail: marijardim@gmail.com

Naomi Fizon Zagaronny

Doutoranda, Mestre e Pós-Graduada em Direito Civil pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Professora de Direito Civil de diversos cursos de especializa o. Advogada e assessora de  rbitro.

E-mail: nfz@bmalaw.com.br

Nicolle Assayag

Mestranda em Direito Comercial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP). Especialista em Direito Empresarial pela Fundação Getúlio Vargas de São Paulo (FGV-LAW). Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Amazonas (UFAM). Advogada e assessora do Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara de Comércio Brasil-Canadá (CAM-CCBC).

E-mail: nicolleassayag@gmail.com.

Ricardo Noronha Inglez de Souza

Professor de Direito da Fundação Armando Álvares Penteado – FAAP. Doutorando em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP. Mestre pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP.

E-mail: inglez@iwmr.com.br

Thaís Ferreira Marques

Mestranda na linha de pesquisa Empresa e Atividades Econômicas do Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Pós-graduada em Direito Societário e Mercado de Capitais pela Fundação Getúlio Vargas. Bacharel em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Advogada.

E-mail: thais.fmarques97@gmail.com.

Sumário

DIREITO DE PREFERÊNCIA PREVISTO EM ACORDO DE ACIONISTAS: APONTAMENTOS SOBRE O PONIBILIDADE A TERCEIROS, EFICÁCIA E TRANSFERÊNCIAS INDIRETAS DE PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS João Rafael Castro de Oliveira e Naomi Fizon Zagarodny	1
O EQUILÍBRIO ENTRE REGULAÇÃO E AUTONOMIA DAS PARTES NA CONTRATAÇÃO DE SEGUROS DE GRANDES RISCOS NO BRASIL Mariana Cavalcanti Jardim	37
GUN JUMPING: CONCEITO, EVOLUÇÃO E TENDÊNCIAS Ricardo Noronha Inglez de Souza.....	75
O PIONEIRISMO BRASILEIRO NA DIVULGAÇÃO DA SUSTENTABILIDADE: UMA ANÁLISE DA RESOLUÇÃO CVM Nº 193/23 E OS IMPACTOS DAS NORMAS IFRS S1 E S2 NA GOVERNANÇA CORPORATIVA Thaís Ferreira Marques	109
AS SOCIEDADES DE EMPRÉSTIMO ENTRE PESSOAS E O JOGO DE INCENTIVOS REGULATÓRIOS PARA ACESSO AO CRÉDITO Nicolle Assayag	143
OS LIMITES DA VINCULAÇÃO DOS MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DE SOCIEDADES ANÔNIMAS AO ACORDO DE ACIONISTAS Hugo Nunes Nakashoji Nascimento	167
A DISCIPLINA DO PASSIVO OCULTO NAS OPERAÇÕES DE M&A NO DIREITO BRASILEIRO Daniel Franceschi Monteiro.....	199

NOTAS SOBRE OFERTA PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS E SEUS ATOS DE DISTRIBUIÇÃO Daniel Coachman Kolouboff.....	235
<i>DIP FINANCING</i> NO BRASIL: ESTUDO EMPÍRICO SOBRE OS CRITÉRIOS APLICADOS PELO JUDICIÁRIO BRASILEIRO PARA AUTORIZAR O FINANCIAMENTO DE EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL Igor Silvério de Carvalho Assis.....	265
FREEDOM OF ASSOCIATION AND CORPORATE CONTRACTS: LEGAL AND TAX ASPECTS OF DRAG-ALONG AND TAG-ALONG CLAUSES Carina Mandler Schmidmeier e Bianca Martins Knap.....	303

DIREITO DE PREFERÊNCIA PREVISTO EM ACORDO DE ACIONISTAS: APONTAMENTOS SOBRE O PONIBILIDADE A TERCEIROS, EFICÁCIA E TRANSFERÊNCIAS INDIRETAS DE PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS¹

RIGHT OF FIRST REFUSAL PROVIDED FOR IN SHAREHOLDERS' AGREEMENT: NOTES ON ENFORCEABILITY AGAINST THIRD PARTIES, EFFECTIVENESS AND INDIRECT TRANSFERS OF SHAREHOLDINGS

*João Rafael Castro de Oliveira**
*Naomi Fizon Zagrodny***

Resumo: O objetivo deste artigo é analisar o instituto do direito de preferência quando previsto em acordo de acionistas à luz do ordenamento jurídico brasileiro, com respeito à sua eventual oponibilidade a terceiros, à sua eficácia (se real ou meramente obrigacional) e à sua incidência (ou não) diante de transferências indiretas de participações societárias.

Palavras-chave: Prelação. Violação do direito de preferência. Remédios. Grupo econômico.

Abstract: The purpose of this article is to analyze the right of first refusal when provided for in a shareholders' agreement in light of Brazilian legal system, as regards to its eventual enforceability against third parties, its effectiveness (whether real or merely obliga-

¹ Artigo recebido em: 18.01.2026 e aceito em: 18.02.2026.

* Mestre em Direito Civil e Pós-Graduado em Direito Processual Civil pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio). Advogado e árbitro. E-mail: jrc@bmalaw.com.br.

** Doutoranda, Mestre e Pós-Graduada em Direito Civil pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Professora de Direito Civil de diversos cursos de especialização. Advogada e assessora de árbitro. E-mail: nfz@bmalaw.com.br.

tory) and its applicability (or lack thereof) in the case of indirect transfers of equity interests.

Keywords: Preemption. Violation of right of first refusal. Remedies. Economic group.

Sumário: Introdução. 1. Fontes, aspectos estruturais e principais funções do direito de preferência. 2. Teorias sobre a natureza do direito de preferência. 3. Direito de preferência inserido em acordo de acionistas e sua eficácia. 4. Direito de preferência em transferências indiretas de participação societária. Conclusão.

Introdução.

O termo “preferência” origina-se do latim *praeferens*, de *praeferre*, que significa “por em primeiro lugar, preferir”. Também pode ser definido como a “*vantagem* ou *primazia*” que beneficia e favorece determinada pessoa, que assim se coloca em primeiro lugar ou em posição de prioridade diante de outra.²

Para o Direito Privado, *preferência* é o instituto que se apresenta em favor de um indivíduo que assume a posição de preferente, também chamado sujeito ativo, e que tem prioridade para adquirir determinado bem vinculado à preferência, quando o sujeito passivo decide alienar tal bem a terceiro.³ Em outras palavras, a preferência é o direito do preferente de adquirir certa coisa, com exclusão de qual-

2 SILVA, De Plácido e. *Vocabulário Jurídico*. 28 ed. Rio de Janeiro: Forense/GEN, 2009. p. 1074.

3 LGOW, Carla Wainer Chalhó. *Direito de preferência*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 11.

quer outro interessado, caso ofereça as mesmas condições da proposta desse terceiro interessado.⁴

Conforme será demonstrado, o direito de preferência pode decorrer de fonte legal (a exemplo daquele previsto em favor dos inquilinos, dos coerdeiros e dos condôminos de bens indivisíveis) ou negocial, como é o caso do direito de preferência previsto em acordo de acionistas de sociedades anônimas. Conforme dispõe o art. 118 da Lei nº 6.404/76,⁵ os acordos de acionistas (também referidos como pactos “parassociais”) podem ter como escopo, entre outras matérias, o direito de preferência dos acionistas para adquirirem ações de emissão da companhia objeto do acordo que são tituladas pelos seus respectivos signatários.⁶

Trata-se de instituto cujo propósito é conferir equilíbrio e segurança jurídica às relações societárias, de uso muito frequente e disseminado no contexto societário brasileiro, a fim de preservar a composição acionária de determinada companhia. É desta modalidade do direito de preferência que este artigo pretende tratar.

Apesar da simplicidade da definição do instituto, a ausência de regulamentação sistematizada do direito de preferência e da própria ação de preferência – meio adequado à efetivação de tal direito de forma coercitiva – abre espaço para o surgimento de discussões teóricas complexas que estão longe de serem pacificadas e que têm relevantes repercussões práticas, notadamente nas hipóteses de inadimplemento e de transferências indiretas de participação societária.⁷

4 SCHREIBER, Anderson. *Manual de direito civil contemporâneo*. 4. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 546.

5 Daqui em diante referida apenas como “Lei das S.A.”.

6 “Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.”

7 “O protagonismo que o direito de preferência assumiu na disciplina dos acordos de acionistas é inversamente proporcional à dedicação que o legislador conferiu ao tema: por trás de

Nesse contexto, este artigo fará, inicialmente, uma breve abordagem panorâmica e teórica sobre o instituto para, após, tratar de duas relevantes controvérsias. A primeira delas diz respeito à eventual oponibilidade a terceiros e à eficácia do direito de preferência inserido em acordos de acionistas de sociedades anônimas.

Em que pese a existência de disposições legais que indicam a sua oponibilidade a terceiros a partir da verificação de requisitos que permitam que partes não signatárias do acordo de acionistas tenham conhecimento de que determinado bem está vinculado a preferência (a teor do art. 40, parágrafo único, e do art. 118, *caput* e §1º, da Lei das S.A.), a doutrina não é unânime quanto ao reconhecimento da eficácia real do direito de preferência inserido em acordo de acionistas arquivado na companhia e registrado no respectivo livro societário.

A segunda, por sua vez, diz respeito ao direito de preferência nas transferências indiretas de participação societária. Quanto a este particular aspecto, indaga-se se a alienação indireta de ações, seja por meio de *holdings* ou transferência de controle, é causa (ou não) para o exercício do direito de preferência previsto em acordo de acionistas cujo objeto é regular a relação entre os acionistas de uma subsidiária – e não propriamente da sociedade cuja participação está sendo alienada.

1. Fontes, aspectos estruturais e principais funções do direito de preferência.

O direito de preferência, também referido como direito de

duas referências singelas na Lei n.º 6.404/1976 (“Lei das S.A.”) – no parágrafo único do art. 40 e no *caput* do art. 118 –, há uma miríade de discussões escondidas” (GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Direito de preferência em transferências indiretas de participação societária. In: *AGIRE | Direito Privado em Ação*, n.º 148, 2025. Disponível em: <https://agiredireitoprivado.substack.com/p/agire148>. Acesso em: 08 jan. 2026).

prelação,⁸ não é uma criação do ordenamento jurídico brasileiro. Há registros na própria doutrina brasileira que reconhecem a origem lusitana do instituto.⁹

Como dito, a regulamentação do direito de preferência carece de sistematização no ordenamento jurídico brasileiro, e isso pode decorrer exatamente do fato de o instituto ter sido herdado de outro ordenamento jurídico, caracterizado por um contexto econômico e social diverso do brasileiro e que certamente se reflete nas próprias relações negociais.

Em Portugal, os méritos do direito de preferência não são consenso, havendo registros doutrinários no sentido de que o instituto seria um obstáculo à livre circulação de bens e ao desenvolvimento econômico, a exemplo de António Menezes de Cordeiro. Para o autor, o direito de preferência não seria “um valor de progresso” e “a multiplicação das preferências representa um enorme desperdício de riqueza, com o qual se deve saber lidar, para minorar os seus aspectos negativos”.¹⁰

De outro lado, deve-se destacar que este trabalho aborda a preferência eletiva, ou seja, aquela que não decorre de imposição le-

8 Do que decorrem outros verbetes de mesma origem etimológica, que permitem chamar de “prelática” uma relação em que há em favor de uma das partes direito de preferência. Há também registros do uso do termo “preempção” como sinônimo de preferência, mas, em sentido técnico, preempção deve significar apenas ao pacto de preferência adjeto à compra e venda, que impõe ao comprador, quando pretender alienar a coisa, a obrigação de oferecê-la ao vendedor original, nas mesmas condições oferecidas pelo terceiro proponente. O pacto de preempção está previsto nos arts. 513 e seguintes do Código Civil.

9 Em obra coordenada por Álvaro Villaça de Azevedo, Otavio Luiz Rodrigues Junior afirma que a adoção do direito de preferência pelo direito brasileiro é resultado da herança jurídica portuguesa, regido até mesmo pelas Ordenações Filipinas (RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz. *Compra e venda, troca, contrato estimatório*. In: AZEVEDO, Álvaro Villaça (Coord.). *Código Civil comentado*. São Paulo: Atlas, 2008, v. 6, t. I. p. 375).

10 CORDEIRO, António Menezes. *Tratado de Direito Civil português: direito das obrigações – contratos, negócios unilaterais*. Coimbra: Almedina, 2010, v. 2, t. II. p. 485.

gislativa, mas da vontade dos contratantes. Assim, considerando o escopo deste artigo, é possível afirmar que as críticas da doutrina reproduzidas acima não alcançam os direitos de preferência criados a partir da liberdade negocial das partes, no exercício da sua autonomia privada.¹¹

Daí ser importante destacar que a própria lei estabelece determinadas situações em que o direito de preferência é de aplicação cogente e outras em que derroga aos contratantes a possibilidade de pactuá-lo.

Sem pretender enumerar exaustivamente os direitos de preferência de fonte legal, vale citar a título exemplificativo aqueles conferidos (i) aos condôminos de bens indivisíveis (art. 504 do Código Civil); (ii) aos locatários e sublocatários de imóveis urbanos ou residenciais ou comerciais (art. 27 e seguintes da Lei nº 8.245/1991); (iii) aos coerdeiros (art. 1.794 do Código Civil); (iv) aos superficiários e aos proprietários do solo (art. 1.373 do Código Civil); (v) aos Municípios (art. 25 e seguintes da Lei nº 10.257/2001); (vi) aos arrendatários rurais (art. 92, §§ 3º e 4º, da Lei nº 4.504/1964); e (vii) aos acionistas de sociedade controladora de sociedade subsidiária integral (art. 253, inciso I, da Lei das S.A.).

Já os direitos de preferência consensuais expressamente previstos em lei (ou seja, aqueles cuja possibilidade de que seja objeto de contratação é prevista legalmente) são aqueles (i) relativos ao pacto de preempção (art. 513 e seguintes do Código Civil); e (ii) inseridos em acordos de acionistas (art. 118 da Lei das S.A.).

Não parece haver, também, restrição a que o direito de preferência possa ser estipulado com base unicamente na liberdade nego-

11 LGOW, Carla Wainer Chalhó. *Direito de preferência*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 6.

cial dos contratantes, ou seja, mesmo quando a lei não confere tal possibilidade aos contratantes.¹²

Mais especificamente quanto à liberdade de negociação das ações de emissão de uma companhia, esta deriva da proteção constitucional à propriedade privada e à livre disposição do patrimônio, valendo citar o posicionamento doutrinário no sentido de que qualquer restrição à livre circulação de ações depende de expresso ajuste entre as partes, deve ser interpretada restritivamente e, em nenhuma hipótese, poderá resultar em impedimento à alienação de ações por qualquer acionista.¹³

Em linhas gerais, a “função imediata”¹⁴ do direito de preferência tem um viés econômico-social e o propósito de viabilizar o controle e a influência sobre quem participará de uma determinada rela-

12 O instituto da preferência revela, portanto, nuances das normas *cogentes* ou *derrogáveis*: “As normas podem, ainda, ser classificadas segundo a sua vigência: se contêm um comando, isto é, um preceito ou uma proibição, não podem ser derogadas pelos destinatários. As normas preceptivas e proibitivas são cogentes, ou seja, imperativas [...] Não faltam, entretanto, normas derogáveis, que se impõem de modo relativo, salvo, isto é, se a autonomia negocial e, por vezes, também outras fontes hierarquicamente inferiores à norma em consideração, dispuserem diversamente” (PERLINGIERI, Pietro. *O Direito Civil na legalidade constitucional*, Tradução de Maria Cristina De Cicco. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 262).

13 TEPEDINO, Gustavo. Direito de preferência previsto em estatuto societário e o direito das sucessões. *Soluções Práticas de Direito*: pareceres. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, v. 2. p. 365-386. Sobre o princípio da liberdade negociação das ações ou da livre circulação das ações, confira-se a doutrina societária: “A livre negociação das ações é fato do maior relevo para a atração dos investidores, e, pois, a própria viabilidade da sociedade que se formava” (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1995-1996, v. 1. p. 34); “[...] sendo estas [as ações] título emitido em massa e circulante, é próprio de sua essência a circulação, que vai alimentar as negociações do mercado de capitais e permitir a liquidez das ações” (REQUIÃO, Rubens. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1980, v. 1. p. 252); “a regra, na sociedade anônima, é a da livre circulação das ações, podendo o acionista transferi-las a quem bem desejar” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 257).

14 GUEDES, Agostinho Cardoso. *O exercício do direito de preferência*. Porto, Universidade Católica, 2006. p. 340.

ção jurídica. O direito de preferência permite ao seu titular exercer certo controle sobre a inclusão de terceiro em relação jurídica envolvendo determinado bem, conferindo-se ao titular do direito de preferência uma situação de prioridade em paridade de condições com qualquer terceiro (“tanto por tanto”).¹⁵

Se, por um lado, é intuitivo supor que evitar o ingresso de um terceiro em uma relação jurídica tem um viés negativo, por impedi-lo de se tornar titular de determinado bem, por outro, em determinadas situações de convivência social, essa função pode apresentar um viés positivo, ao servir de solução para situações de coexistência de direitos ou interesses sobre um mesmo bem.¹⁶

Especificamente quanto aos direitos de preferência de matriz consensual, suas funções serão aquelas que decorrerem da liberdade negocial das partes, exercidas nos seus próprios interesses. É comum que o direito de preferência previsto em acordo de acionista seja pactuado para (i) proteger o ingresso de terceiros indesejados na sociedade, (ii) manter as relações societárias já existentes e (iii) garantir igualdade de condições na contratação. De todo modo, considerando a amplitude de possibilidades de negócios jurídicos compatíveis com o direito de preferência, em rigor, a identificação da sua função dependerá de uma análise específica de cada pacto.¹⁷

Dito de outra forma, o direito de preferência derogável e não cogente – ou seja, convencional – pode atender a funções muito diversas, cabendo ao intérprete identificá-las a partir da análise do ne-

15 SERPA, Pedro Ricardo e. *A preferência legal e voluntária no direito brasileiro*. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016. p. 18.

16 LGOW, Carla Wainer Chalréo. *Direito de preferência*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 24.

17 Nesse sentido: GUEDES, Agostinho Cardoso. *O exercício do direito de preferência*. Porto: Universidade Católica, 2006. p. 66; MENEZES CORDEIRO, António. *Tratado de Direito Civil português: direito das obrigações – contratos, negócios unilaterais*. v. 2, t. II. Coimbra: Almedina, 2010. p. 481.

gócio celebrado pelas partes à luz dos valores fundamentais do ordenamento jurídico.¹⁸

2. Teorias sobre a natureza do direito de preferência.

Como já antecipado, o direito de preferência é um instituto de definição *simples* que, no entanto, divide a doutrina quanto à análise de aspectos teóricos que repercutem seriamente na sua aplicação prática. Tais divergências doutrinárias passam a se revelar de forma muito mais acentuada no campo da análise da natureza do instituto e do alcance da sua eficácia.

Em uma abordagem geral, há teorias acerca da natureza do direito de preferência que analisam o funcionamento da relação prelatícia de forma estática e simplificada. No entanto, antecipando-se o que se dirá mais adiante em detalhes, a teoria que, em tese, é mais adequada ao funcionamento do instituto na prática é aquela que o analisa respeitando a compreensão de que se trata de uma relação complexa e dinâmica.

A primeira teoria identificada na doutrina sobre o direito de preferência trata-o como uma obrigação condicionada. Isto é, para os defensores dessa teoria, “o pacto de preferência é um contrato condicional [...] sujeito a condição suspensiva de aquele que promete a preferência se decida a vender”.¹⁹

É possível identificar na doutrina também o entendimento no sentido de que o direito de preferência encerra obrigação duplamente condicionada, sujeita a duas decisões decorrentes das próprias liberdades contratuais do sujeito passivo e do preferente. Segundo

18 LGOW, Carla Wainer Chalhó. *Direito de preferência*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 27.

19 TELLES, Inocêncio Galvão. *Direito das obrigações*. 7. ed. Coimbra: Coimbra Editora, 1997, v. 1. p. 163.

essa corrente, o direito de preferência estabeleceria uma obrigação de contratar duplamente condicionada porque o seu exercício estaria subordinado a duas condições suspensivas: (i) a decisão livre do sujeito passivo de firmar contrato com terceiro e (ii) a declaração do preferente no sentido de exercer a preferência.

Ao se referirem ao pacto de preempção, Gustavo Tepedino, Heloisa Helena Barboza e Maria Celina Bodin de Moraes afirmam que a natureza jurídica do instituto – e da obrigação assumida pelo sujeito passivo – seria de “promessa unilateral de oferecer a coisa ao vendedor”, sendo o exercício da opção da preferência “dependente de uma dupla condição: se o comprador quiser vender, e se o vendedor quiser (e puder) alienar”.²⁰

A teoria da obrigação condicionada (ou duplamente condicionada) até poderia ser rechaçada pelo fato de que, sendo as condições suspensivas representadas por decisões que dependem do livre arbítrio das partes, ou seja, potestativas, a própria validade do negócio jurídico poderia estar comprometida, a teor do que dispõem os arts. 122 e 123 do Código Civil.

Contudo, não está em tal circunstância a principal crítica a essa teoria, porque a “condição de que dependeria a eficácia do negócio seria não a simples decisão do sujeito passivo em contratar (ou, adicionalmente, a simples decisão do sujeito ativo em preferir), mas sim a decisão de contratar em certos termos, conforme previamente ajustado com terceiro”.²¹ E, a se exigir “a presença de um terceiro interessado em concluir o contrato nas condições queridas pelo sujeito passivo, não se estará diante de uma condição puramente potestativa”.²²

20 TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de (coord.). *Código Civil interpretado conforme a Constituição da República*. 2. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, v. 2. p. 182-183.

21 LGOW, Carla Wainer Chalhéo. *Direito de preferência*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 52.

22 LGOW, Carla Wainer Chalhéo. *Direito de preferência*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 52.

Na verdade, a crítica mais contundente à corrente doutrinária que defende a teoria da obrigação condicionada reside no fato de que a condição, em sentido técnico, é um fator externo ao negócio, enquanto as decisões do sujeito passivo e do preferente, em uma relação prelatícia, são etapas que fazem parte do próprio funcionamento do direito de preferência.

Para João Matos Antunes Varela, “enquanto a condição é elemento exterior ao negócio, como cláusula acessória da convenção”, as decisões do sujeito passivo de alienar o bem e do preferente de adquiri-lo “fazem parte essencial do esquema do pacto de preferência”. O autor arremata afirmando que “algumas das normas típicas do regime da condição e do negócio condicional não são aplicáveis aos pactos de preferência”.²³

Outra parte da doutrina defende que o direito de preferência exprimiria, na verdade, uma obrigação de natureza negativa, consubstanciada na proibição do sujeito passivo de contratar com terceiro, sem antes permitir que o preferente adquira o bem pelas mesmas condições oferecidas pelo terceiro interessado.

Neste ponto, recorre-se à doutrina societária para exemplificar a teoria de que o direito de preferência corresponde a um *non facere* jurídico. Para Luiz Gastão Paes de Barros Leães, por exemplo, da relação de preferência “nasce uma obrigação típica de não fazer (*non facere*): a obrigação do devedor de não contratar com terceiro se, em condições de igualdade, o credor se dispuser a fazê-lo”. Segundo o autor, configura-se uma situação de “caráter de inalienabilidade relativa e pessoal”, mas que não retira do bem “a negociabilidade, senão em face exclusivamente do interesse pessoal do titular da preferência”.²⁴

23 VARELA, João de Matos Antunes. *Das obrigações em geral*. 10. ed. Coimbra: Almedina, 2000, v. 1. p. 393.

24 LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Pacto de preferência em estatuto social. *In: Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, v. 2. p. 885.

Tal teoria também não está isenta de críticas. Afinal, interpretar as situações subjetivas existentes numa relação prelatícia de forma limitada a uma obrigação de não contratar assumida pelo sujeito passivo não exprime a função do direito de preferência. A prevalecer a tese de que o direito de preferência se resumiria a uma obrigação de não fazer, o próprio direito do preferente estaria preservado tão somente pelo fato de o sujeito passivo não contratar com ninguém.

No entanto, a verdade é que o fim-último do direito de preferência é viabilizar a celebração do contrato pelo preferente, e não apenas destruir o contrato entre o sujeito passivo e o terceiro,²⁵ embora seja significativo o efeito de proteção e segurança jurídica em favor do sujeito ativo contra o interesse de terceiros.

Além disso, resumir o direito de preferência a uma obrigação de não contratar assumida pelo sujeito passivo acabaria por “desfuncionalizar” a obrigação do sujeito passivo comunicar ao preferente a sua intenção de alienar o bem. Afinal, se a relação prelatícia pressupõe a existência de um dever de comunicar o interesse de terceiro em adquirir a coisa vinculada a direito de preferência, torna-se incabível tratá-la como uma relação jurídica em que o sujeito passivo está vinculado a um dever de não contratar.²⁶

Há outra parcela da doutrina que defende uma outra teoria, no sentido de que o direito de preferência teria caráter potestativo, a abarcar até mesmo a situação em que o contrato entre o sujeito passivo e o terceiro já teria sido celebrado e o preferente, a seu exclusivo critério, poderia substituir o terceiro nesse novo contrato firmado.

25 SERPA, Pedro Ricardo e. *A preferência legal e voluntária no direito brasileiro*. Tese de Doutorado. USP, São Paulo, 2016. p. 51.

26 GUEDES, Agostinho Cardoso. *O exercício do direito de preferência*. Porto: Coimbra Editora, 2006. p. 320.

Nesse contexto, contudo, tal direito potestativo somente existiria com a alienação do bem a terceiro, ou seja, a partir da própria violação do instituto. Além disso, como será abordado a seguir, a possibilidade de reaver a coisa após a celebração de um contrato com terceiro está mais alinhada com os direitos de preferência dotados de eficácia real.

Dessa forma, essa teoria só teria sentido se ela se referisse à existência de um momento potestativo posterior ao conhecimento do preferente quanto à existência de um terceiro proponente. Neste momento, o preferente poderia decidir, de modo potestativo, pela celebração do contrato preferível nas mesmas condições propostas pelo terceiro. Nas palavras de Pontes de Miranda, é a partir do exercício desse direito que “se cria a relação jurídica de compra-e-venda mediante declaração unilateral de vontade, com o conteúdo que seria o de outro contrato de compra-e-venda entre o outro contraente e terceiro”.²⁷

De todo modo, também a teoria segundo a qual o direito de preferência consistiria em um direito potestativo está sujeita a críticas, pois, como dito, a sua análise não pode se restringir a um só momento, como se a relação prelatícia fosse estática.

É preciso compreender o direito de preferência como deflagrador de uma relação jurídica complexa, composta por um momento potestativo e um creditício, que se articulam de modo peculiar e característico do instituto da preferência.²⁸

Analisar o instituto de modo limitado a um dos momentos de seu funcionamento não permite interpretá-lo em sua plenitude. Definitivamente, parece mais adequado analisá-lo como uma relação obrigacional complexa, com vários momentos ou fases.

27 PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. 2. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1962, t. 39. p. 204.

28 LGOW, Carla Wainer Chalhó. *Direito de preferência*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 59.

Da compreensão de que o direito de preferência encerra relação complexa, decorre a quarta teoria, que o trata como um direito potestativo constitutivo de um direito de crédito.

Para melhor elucidar essa teoria, propõe-se aqui fragmentar o funcionamento do direito de preferência em cinco fases, sendo a primeira delas aquela consistente na própria constituição do direito de preferência.

Nessa fase, chamada de momento de *dormência* ou *latência*,²⁹ o direito de preferência está previsto apenas potencialmente, mas não pode ainda ser exercido enquanto lhe faltar um evento de ativação. Carla Lgow ressalta que “o desencadear do procedimento de preferência demanda uma proposta firme e completa de contrato, formulada pelo terceiro ao obrigado à preferência ou vice-versa”.³⁰

Em outras palavras, na primeira fase, o direito de preferência já existe, mas está adormecido; já integra o patrimônio do preferente, mas não pode ser exercido. Ou seja, nesse momento, o sujeito passivo ainda não tem qualquer obrigação de contratar com o preferente, mas tão somente é obrigado a (i) não contratar com o terceiro sem antes assegurar ao preferente a possibilidade de exercer seu direito, equiparando integralmente a proposta do terceiro, e (ii) comunicar a existência dessa possibilidade.

Por decorrer diretamente da lei ou do contrato, a chamada fase de *latência* é a única que está presente em qualquer relação prelatícia.

A segunda fase do direito de preferência somente existirá se forem verificados determinados fatos que o viabilizem, ou seja, a

29 SERPA, Pedro Ricardo e. *A preferência legal e voluntária no direito brasileiro*. Tese de Doutorado. USP, São Paulo, 2016. p. 56.

30 LGOW, Carla Wainer Chalhó. *Direito de preferência*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 66.

existência de uma proposta de terceiro e a comunicação ao preferente. Vale dizer que o evento de ativação se opera mediante o desenvolvimento de tratativas entre o sujeito passivo e um terceiro, frutíferas a ponto de permitirem a apresentação de uma proposta firme.³¹

Para a doutrina majoritária, a deflagração do direito de preferência não depende necessariamente da comunicação (*denuntiatio*) do sujeito passivo ao preferente, podendo este obter de outro modo conhecimento da proposta de terceiro para a aquisição do bem vinculado à preferência.³²

Em linhas gerais “a comunicação ao sujeito ativo, via notificação, não é pressuposto da constituição de seu direito de prelação”.³³ Agostinho Cardoso Guedes defende que “parece razoável considerar que o direito potestativo de preferência não é consequência da comunicação, mas sim de um facto anterior a esta”.³⁴

De modo ilustrativo, ao discorrer sobre o art. 513 do Código Civil, Álvaro Villaça Azevedo admite ser possível “acontecer de o primitivo vendedor tomar conhecimento dessa intenção do comprador, em razão de um anúncio de venda, em um jornal”.³⁵

Para além do dever do sujeito passivo de, sem atraso e de forma adequada, permitir que o preferente tenha meios de decidir pelo

31 SERPA, Pedro Ricardo e. *A preferência legal e voluntária no direito brasileiro*. Tese de Doutorado. USP, São Paulo, 2016. p. 59.

32 Em sentido diverso, encontra-se, por exemplo, a lição de Manuel Henrique de Mesquita, para quem “o preferente, mesmo que tenha conhecimento do projecto de alienação, nada pode fazer senão aguardar que o mesmo lhe seja notificado” (MESQUITA, Manuel Henrique. *Obrigações e ónus reais*. Coimbra: Almedina, 1997. p. 211).

33 LGOW, Carla Wainer Chalréo. *Direito de preferência*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 67.

34 GUEDES, Agostinho Cardoso *O exercício do direito de preferência*. Porto: Universidade Católica, 2006. p. 357.

35 AZEVEDO, Álvaro Villaça. Das várias espécies de contrato. In: FIGUEIREDO, Sálvio de (Coord.). *Comentários ao novo Código Civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2005, v. 7. p. 303.

exercício do seu direito de preferência e tomar as providências pertinentes para tanto, na segunda fase surgirá para o sujeito passivo também o dever de proteção do bem, não podendo este praticar atos que comprometam a integridade e o efeito útil do exercício do direito de preferência.³⁶

Para Carla Lgow, enquanto aguarda a resposta do preferente, a boa-fé impõe ao sujeito passivo não somente se abster de contratar com terceiros, “mas também que ele não deverá praticar outros atos que possam vir a frustrar a preferência, como, por exemplo, deteriorar ou destruir o bem”.³⁷

A terceira fase é aquela posterior ao recebimento da *denuntiatio* pelo preferente (ou pelo conhecimento, de qualquer outro modo, da proposta de terceiro). O direito de preferência poderá neste momento ser livremente exercido pelo preferente, assumindo nesta fase caráter potestativo.

Sendo aceito pela doutrina que, via de regra, a *denuntiatio* não constitui proposta do sujeito passivo, tampouco a posterior declaração do preferente representaria uma aceitação,³⁸ passa-se a tratar da qualificação jurídica e dos efeitos da declaração positiva do sujeito ativo.

A declaração positiva do sujeito ativo traduz exercício de di-

36 GUEDES, Agostinho Cardoso. *O exercício do direito de preferência*. Porto: Universidade Católica, 2006. p. 579.

37 LGOW, Carla Wainer Chalhó. *Direito de preferência*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 78.

38 Carla Lgow adverte também que “em determinado caso concreto, a comunicação para preferência poderá, sim, revestir a forma jurídica de uma proposta contratual, de modo que bastará ao preferente a ela aderir, para que o contrato projetado seja considerado celebrado. O próprio pacto de preferência pode conter previsão nesse sentido. Esse modo de realização da *denuntiatio* não deve, contudo, ser considerado um dever, a priori, do vinculado à preferência. Nessa altura do desenrolar da relação prelatícia, a obrigação do sujeito passivo é, em regra, simplesmente comunicar, e aguardar a manifestação do preferente” (LGOW, Carla Wainer Chalhó. *Direito de preferência*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 81).

reito potestativo, que tem como efeito constituir uma nova obrigação do sujeito passivo de formalizar o contrato preferível. Tendo essa declaração positiva do preferente o efeito de constituir na esfera jurídica do sujeito passivo a obrigação de contratar com o preferente, é correto dizer que se trata de um direito potestativo constitutivo de um crédito.

Em um primeiro momento, quando já estão preenchidos os pressupostos necessários ao exercício do direito de preferência, o preferente tem a seu dispor um direito potestativo, que se concretiza mediante a declaração de preferir, por meio da qual o sujeito ativo manifesta a intenção de contratar com o sujeito passivo. Somente com a declaração positiva do preferente, o que corresponde ao exercício do seu direito potestativo, surge para o sujeito passivo o dever de com ele contratar. E é partir dessas circunstâncias que se justifica a afirmação de que o direito de preferência é um direito potestativo constitutivo de um direito de crédito (direito de contratar com o sujeito passivo).³⁹

Sendo a declaração positiva do preferente o marco mais importante da quarta fase da relação prelatícia, ela se define como um negócio jurídico unilateral obrigacional receptício. Dada a complexidade do conceito, oportuno é fragmentá-lo para facilitar a sua compreensão:

- i. negócio jurídico “na medida em que se trata de ‘declaração de vontade destinada à produção de efeitos jurídicos pelo agente’”;
- ii. unilateral “porque ‘se perfaz com uma só declaração de vontade’”;
- iii. obrigacional “por se destinar a ‘criar obrigações, relações jurídicas em que uma das partes

39 LGOW, Carla Wainer Chalhó. *Direito de Preferência*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 59.

pode exigir de outra uma certa prestação”; e
iv. receptício “por ser ‘endereçad[ol, emitid[ol
para que chegue ao destinatário”.⁴⁰

Uma vez ativada a preferência e declarada a intenção do preferente de firmar com o sujeito passivo o contrato preferível, há dois possíveis caminhos alternativos.

O primeiro deles, que deflagra a quarta fase da relação prelatícia, corresponde ao adimplemento da obrigação de contratar assumida pelo sujeito passivo, com a transferência da titularidade do bem ao preferente.

O segundo, surge na hipótese de inadimplemento do sujeito passivo por atraso ou inércia quanto à formalização do contrato com o preferente. Neste caso, não tendo o preferente alienado o bem a terceiro, o preferente poderá persegui-lo. Dito de outro modo, admite-se que o preferente busque a execução específica da obrigação do sujeito passivo de celebrar o negócio translativo da titularidade sobre o bem objeto da preferência em qualquer hipótese em que a alienação a terceiro ainda tenha ocorrido.

Para Marcos Catalan, “parece claro o raciocínio de que se o bem ainda não foi vendido, impõe-se ao comprador que manifesta perante terceiros o desejo de alienar o bem, formulando a proposta com efeitos vinculantes, o dever de entregar a coisa ao vendedor”.⁴¹

Na mesma linha, Carla Lgow defende que a ação de preferência pode ser invocada não só “pelos preferentes cujo direito seja dotado de eficácia real, como também por titulares de prelação com efi-

40 LGOW, Carla Wainer Chalréo. *Direito de Preferência*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 97.

41 CATALAN, Marcos. Do pacto de preferência no contrato de compra e venda: direito pessoal ou obrigação com eficácia real? *Revista Jurídica Empresarial*. Porto Alegre: Notadez, nov./dez. 2008, v. 5. p. 116.

cácia meramente obrigacional, desde que, neste último caso, não tenha havido, ainda, alienação do bem a terceiro”.⁴²

Diversa é a situação na qual o sujeito passivo já houver transferido a terceiro o bem sujeito a preferência. Nesses casos, em que o sujeito passivo chega a efetivamente transferir o bem a terceiro, tem-se a quinta e derradeira fase dessa dinâmica e complexa relação.

Nesse momento, quando o sujeito passivo não é mais o titular do bem sobre o qual foi pactuada a preferência, parece correto afirmar que o preferente poderá pleitear o desfazimento dos efeitos do contrato firmado com terceiro especificamente nos casos em que o legislador houver atribuído eficácia real ao direito de preferência. É nessa linha o entendimento de que

certos direitos de preferência são dotados de uma oponibilidade especial – eficácia real –, o que significa, na prática, que o contrato celebrado entre sujeito passivo e terceiro, em desrespeito ao direito do preferente, será ineficaz perante este último, de modo que o titular da prelação poderá exercer coercitivamente o seu direito mesmo após a contratação realizada em violação à preferência, e em consequência haver para si o bem objeto do contrato preferível.⁴³

De modo elucidativo, Agostinho Cardoso Guedes esclarece que a ação de preferência,

enquanto faculdade de requerer a execução específica de um dever de contratar, pode ser usada por qualquer preferente, independentemente da eficácia reconhecida ao seu direito, enquanto essa execução específica ainda for possível. Isto é, se o direito de prelação tem eficácia absoluta,

42 LGOW, Carla Wainer Chalhó. *Direito de Preferência*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 145.

43 LGOW, Carla Wainer Chalhó. *Direito de Preferência*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 128.

a alienação a terceiro da coisa sujeita a preferência não impedirá a execução específica do dever de contratar, porque o direito do preferente prevalecerá sobre os direitos adquiridos por esse terceiro; se, pelo contrário, o direito de preferência tem mera eficácia relativa, a execução específica só será viável enquanto a propriedade não for transmitida a terceiro, pois o direito real do terceiro adquirente passará a prevalecer sobre o direito relativo de prelação.⁴⁴

Assim, uma vez explicadas as fases do funcionamento da relação prelatícia, sendo a quinta fase aquela em que o preferente buscará a tutela do seu direito, para o objetivo deste artigo, passa-se a analisar a situação prática a representar os limites do preferente que pretende executar especificamente o seu direito a firmar o contrato preferível (e conseqüentemente haver para si a coisa) nas hipóteses de direito de preferência inserido em acordo de acionistas.

3. Direito de preferência inserido em acordo de acionistas e sua eficácia.

A discussão quanto à eficácia do direito de preferência previsto em acordo de acionistas tem relevante repercussão prática na hipótese de violação: caso se entenda que a sua eficácia é meramente obrigacional, o acionista que teve seu direito de preferência violado só poderia se valer da ação de perdas e danos; por outro lado, reconhecer a eficácia real de tal direito significa conferir a possibilidade de o preferente prejudicado buscar a execução específica, ou seja, a perseguição e a obtenção do próprio bem objeto da preferência nas mesmas condições oferecidas pelo sujeito passivo ao terceiro.

Como já mencionado, a doutrina não é unânime quanto à eficácia real do direito de preferência. De um lado, há quem negue a

⁴⁴ GUEDES, Agostinho Cardoso. *O exercício do direito de preferência*. Porto, Universidade Católica, 2006. p. 638-639.

eficácia real ao direito de preferência previsto em acordo de acionistas, mesmo quando devidamente arquivado na sede da companhia e quando tal gravame foi averbado ou anotado. Assim entendem Gustavo Tepedino e Paula Greco Bandeira:

a eficácia real, no sistema jurídico brasileiro, depende de específica previsão legislativa, justamente em razão de sua oponibilidade *erga omnes*. [...] Tal não ocorre, contudo, como direito de preferência previsto no Código Civil ou em acordo de acionistas registrado na sede da companhia, que não é dotado de eficácia real, por ausência de previsão legal nesse sentido. Diversamente do que ocorre no direito português, cujos arts. 421º e 1.410º do Código Civil português e art. 3º do Código de Registro Comercial Português reconhecem a eficácia real do direito de preferência estipulado em acordos de acionistas, no direito brasileiro, referida preferência tem caráter meramente obrigacional, de sorte que a sua violação não confere ao seu titular o direito de desfazer a venda com terceiro e pleitear a adjudicação compulsória das ações. Tal conclusão não se altera em razão do art. 118, §1º e 3º, da Lei 6.404/76, que preveem, respectivamente, a oponibilidade do acordo em face de terceiros e a execução específica das obrigações.⁴⁵

Assim, segundo os autores, a oponibilidade do direito de preferência previsto em acordo de acionistas frente a terceiros não significa que tal direito tem eficácia real, uma vez que não haveria previsão legislativa expressa nesse sentido, como ocorre com os direitos reais. De acordo com esse entendimento, a mencionada ausência de

45 TEPEDINO, Gustavo; BANDEIRA, Paula Greco. *In*: TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. *Fundamentos do direito civil: contratos*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2025, v. 3. p. 186-187.

disposição legal específica ensejaria o reconhecimento da natureza pessoal do direito de preferência e da validade e da eficácia do negócio firmado com terceiro,⁴⁶ a impedir o desfazimento da venda com terceiro em violação à preferência.⁴⁷

De outro lado, há quem defenda que o direito de preferência inserido em acordo de acionistas tem eficácia real, desde que verificados os requisitos legais de arquivamento do acordo de acionistas na sede da empresa e de registro do direito de preferência no livro de ações já mencionados.

Ao tratar do art. 118 da Lei das S.A., Nelson Eizirik reconhece que o legislador buscou “dar eficácia aos acordos de acionistas, para que o descumprimento de suas cláusulas não resulte apenas a obrigação de indenizar”.⁴⁸ Nesse contexto, ao abordar especificamente o direito de preferência o autor sustenta que, “se a parte que estiver obrigada a assegurar às demais o direito de preferência quando houver oferta de terceiro descumpra o acordo, podem as demais promover, judicialmente, a sua execução específica, produzindo a sentença o mesmo efeito do contrato infringido”.⁴⁹

46 A doutrina clássica afirma que “[ê]ste preceito torna certo que o direito de preempção é um direito pessoal, isto é, só assegura ao vendedor a indenização por perdas e danos; não torna nula a venda e, portanto, não autoriza a reivindicção, quando o comprador aliene o imóvel, sem ouvir o vendedor (vide o comentário ao art. 1149)” (ALVES, João Luiz, *Código Civil da República dos Estados Unidos do Brasil Anotado*. Rio de Janeiro: Borsoi, 1958, v. IV. p. 251).

47 “Desse modo, não tem o credor, diante da violação, direito à execução específica da preferência, com o poder de sequela sobre o bem, sendo certo que a alienação da coisa a terceiro revela-se inteiramente válida e eficaz. A solução preconizada pelo legislador consiste, portanto, nas perdas e danos em face daquele que violou a preferência (CC, art. 518), já que a natureza pessoal do direito de preferência revela-se mesmo incompatível com a execução específica. Se o terceiro adquirente tiver agido de má-fé, responderá solidariamente com o comprador, pela violação à preferência (CC, art. 518)” (TEPEDINO, Gustavo; BANDEIRA, Paula Greco. *In: TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. Fundamentos do direito civil: contratos*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2025, v. 3. p. 187).

48 EIZIRIK, Nelson. *Lei das S/A comentada*: art. 80 a 137. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, v. 2. p. 322.

49 EIZIRIK, Nelson. *Lei das S/A comentada*: art. 80 a 137. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021,

André de Albuquerque Cavalcanti Abbud também defende que, “uma vez averbado o acordo [de acionistas], e alienadas as ações a terceiro, a tutela específica é plenamente viável”.⁵⁰ E isto apesar de o direito de preferência não ser considerado formalmente um direito real em sentido estrito, dado o caráter de *numerus clausus* tradicionalmente atribuído ao rol do art. 1.225 do Código Civil. A adoção dessa concepção tradicional, em tese, por si só, não permitiria que o direito de preferência seja qualificado como direito real.

Nessa linha, é pertinente mencionar o entendimento de que a preponderância da taxatividade dos direitos reais não está alinhada à dinamicidade e à complexidade das relações negociais. Roberta Mauro Medina Maia afirma que (i) a oponibilidade *erga omnes* é o único traço verdadeiramente comum a todos os direitos reais e o atributo capaz de conferir eficácia real a qualquer figura; (ii) só haverá oponibilidade concreta quando houver publicidade, razão pela qual, como veremos, é possível, atualmente, considerar oponíveis perante terceiros algumas situações que não seriam originariamente definidas como direitos reais; (iii) há uma série de negócios jurídicos que provocaram uma profunda revolução nos direitos reais, fugindo por completo das figuras taxativamente previstas pelo legislador, como as grandes incorporações imobiliárias, a multipropriedade imobiliária, os *shopping centers*.⁵¹

Assim, a eficácia *erga omnes* dos direitos reais estaria atrelada ao sistema do registro, não sendo a taxatividade imprescindível para o sistema. Do ponto de vista prático, em muitas situações, a imposi-

v. 2, p. 323.

50 ABBUD, André de Albuquerque Cavalcanti. *Execução específica dos acordos de acionistas*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2000. p. 129.

51 MAIA, Roberta Mauro Medina. *Teoria geral dos Direitos Reais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013. p. 57.

ção de um *numerus clausus* significaria estratificar o tráfico negocial e a vida social.⁵² Embora a lei não tenha conferido de maneira expressa eficácia real ao direito de preferência em acordo de acionistas, é possível extrair de determinadas disposições legais que a intenção do legislador foi atribuir-lhe eficácia real.

Nessa linha, não se pode ignorar que a legislação societária, notadamente o art. 40 da Lei das S.A., atribui ao direito de preferência eficácia perante terceiros quando determinados pressupostos forem atendidos. Tal dispositivo é regulado no capítulo “Outros Direitos e Ônus” da Lei das S.A., o qual, por sua vez, se insere na Seção VII, “Constituição de Direitos Reais e Outros Ônus”.

O parágrafo único do art. 40 da Lei das S.A. dispõe que incide sobre a preferência proteção jurídica equivalente ao usufruto, fideicomisso e alienação fiduciária em garantia, desde que instituída mediante (i) averbação no Registro de Ações Nominativa, se a ação for nominativa; e (ii) anotação no extrato da conta de depósito fornecida ao acionista, no caso de ação escritural. O parágrafo único do referido artigo, por sua vez, dispõe que “[m]ediante averbação nos termos deste artigo, a promessa de venda da ação e o direito de preferência à sua aquisição são oponíveis a terceiros”.

Em sentido semelhante, o art. 118, §1º e §3º da referida lei dispõem, respectivamente, que (i) “[a]s obrigações ou ônus decorrentes desses acordos somente serão oponíveis a terceiros, depois de averbados nos livros de registro e nos certificados das ações, se emitidos” e (ii) “[n]as condições previstas no acordo, os acionistas podem promover a execução específica das obrigações assumidas”.

Carla Lgow sustenta que há “argumentos suficientes que autorizam concluir que o pacto de preferência inserido em acordo de acionistas – estando este arquivado na sede social e averbado junto

52 MAIA, Roberta Mauro Medina. *Teoria geral dos Direitos Reais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013. p. 58.

aos livros de registro e certificados de ações – goza de eficácia real”, embora a companhia sequer deva permitir a formalização da transferência quando o acordo de acionistas tiver observado as disposições do art. 118, *caput*, parte final e §1º da Lei das S.A.⁵³

Ainda que a companhia venha a formalizar a transferência das ações, deixando de observar o acordo de acionista que foi averbado em sua sede, entende-se que, em tese, o terceiro adquirente não poderia alegar boa-fé para afastar a execução específica do direito de preferência exatamente por ter sido averbado.⁵⁴

Maria Isabel de Almeida Alvarenga reconhece que o terceiro adquirente não pode alegar desconhecimento do direito de preferência.⁵⁵ Em outras palavras, o fato de o terceiro ter ciência quanto à existência do direito de preferência descaracterizaria a sua qualificação como terceiro de boa-fé. Ivo Waisberg também conclui que

tanto a preferência de eficácia meramente obrigacional quanto a de eficácia real podem ter tutela específica capaz de fazer com que o direito de preferência seja efetivado com a celebração do contrato pelo outorgado. A diferença reside no fato de que, no caso de eficácia obrigacional, esta tutela existe antes da contratação com terceiro, sendo que, após isto, somente resta ação de perdas e danos; e, no caso da preferência com eficácia real, mesmo após a contratação com o terceiro em descumprimento da preferência, esta tutela específica é capaz de, nos casos de preempção, por exemplo, permitir ao outorgado ter a coisa mediante o pagamento do preço. Notemos que, antes da contratação final com terceiro, no caso

53 LGOW, Carla Wainer Chalhó. *Direito de preferência*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 179.

54 LGOW, Carla Wainer Chalhó. *Direito de preferência*. São Paulo: Atlas, 2013. p. 180.

55 ALVARENGA, Maria Isabel de Almeida. *Direito de preferência para a aquisição de ações*. Dissertação de Mestrado. USP, São Paulo, 2001. p. 218.

de inadimplemento de uma obrigação de fazer, constante da relação jurídica complexa que é a preferência, mesmo um caso de eficácia obrigacional pode dar ao preferente a oportunidade de, por via de execução específica, celebrar o contrato. Isto é, ao tomar conhecimento da proposta de venda, do contrato preliminar, da opção de compra ou outro contrato não definitivo e/ou de qualquer outra forma, cabe ao outorgado a execução específica da obrigação de contratar com ele. Contudo, não se trata necessariamente do que chamamos de eficácia real, pois o outorgado estará suprindo, por exemplo, a falta de comunicação para, por meio da tutela específica, exercer o seu direito na fase seguinte da preferência. Nos casos de eficácia real, a tutela específica viabilizará ao outorgado ter seu interesse satisfeito mesmo após a celebração do contrato entre outorgante e o terceiro. No caso da preempção, o outorgado receberá a coisa alienada para si mediante o depósito do preço.⁵⁶

Assim, segundo essa corrente doutrinária, há fundamentos, inclusive de fonte legal, para se defender que o direito de preferência previsto em acordo de acionistas tem eficácia real, razão pela qual o preferente prejudicado poderia (i) buscar obter as próprias ações vinculadas ao direito de preferência que foram alienadas a terceiro, desde que tenham sido observados os requisitos previstos no art. 118 da Lei das S.A., e (ii) propor ação de perdas e danos contra o sujeito passivo da preferência e, a depender das circunstâncias do caso concreto, até mesmo contra o terceiro adquirente.

Fica claro, portanto, que, de um lado, o principal argumento para se negar eficácia real ao direito de preferência em acordo de acionistas está vinculado ao fato de o rol do art. 1.225 do Código Civil

56 WAISBERG, Ivo. *Direito de preferência para a aquisição de ações*: conceito, natureza jurídica e interpretação. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 77-78.

ser taxativo e não haver previsão expressa de tal direito neste rol; e, de outro lado, não se pode negar que o legislador também optou por prever expressamente a oponibilidade a terceiros do direito de preferência inserido em acordo de acionistas e a possibilidade de executá-lo especificamente, conforme o parágrafo único do art. 40 e o art. 118, §1º e §3º da Lei das S.A.

4. Direito de preferência em transferências indiretas de participação societária.

Conforme já mencionado, outra questão relevante que se põe é se as transferências indiretas de participação societária conferem ao preferente o direito de exercer o direito de preferência previsto em acordo de acionistas, ou seja, se o referido direito incide quando a participação societária objeto de uma operação de compra e venda é de uma *holding* ou controladora da sociedade cujo acordo de acionistas estipula o direito de preferência.

A dúvida sobre a aplicação ou não do direito de preferência surge, então, em duas hipóteses: uma das partes do acordo de acionistas que prevê direito de preferência aliena as ações de outra sociedade que detém as ações vinculadas ao acordo (hipótese de alienação indireta por meio de *holding*) ou tem seu controle alienado em camada superior de sua cadeia societária (hipótese de alienação indireta de controle).

Nesse contexto, Gisela Sampaio indica três problemas que decorrem dessa controvérsia central, quais sejam: (i) a potencial ausência de proteção ao titular do direito de preferência na ausência de previsão expressa no acordo de acionistas de que tal direito é disparado caso haja transferências indiretas de participação societária;⁵⁷ (ii)

57 Para Ivo Waisberg, quando a cláusula prevê a incidência expressa do direito de preferência na transferência do controle, tanto na alienação indireta por meio de *holding* quanto na alie-

o estímulo a condutas abusivas tendentes à criação de estruturas societárias artificiais para violar o direito de preferência previsto no acordo de acionistas; e (iii) a possível imprecisão de acordos de acionistas que estendem, de maneira expressa, o direito de preferência às transferências indiretas de ações, sem vinculá-lo a transferências de controle.

Quanto ao primeiro questionamento, há entendimento na doutrina francesa no sentido de que não se pode estender o direito de preferências às alienações indiretas de ações quando não há menção expressa, na medida em que os acionistas teriam optado por limitar o direito de preferência apenas às situações de alienação das ações de emissão da companhia objeto do acordo.⁵⁸ Considerando a natureza convencional do direito de preferência em acordo de acionistas e a liberdade das partes para estabelecê-lo e para determinar sua respectiva extensão, Maria Isabel Alvarenga reconhece que

Se as acionistas de uma determinada sociedade se limitam a prever a preferência para o caso de alienação de ações de emissão da sociedade e não para as hipóteses de eventuais transferências de ações de emissão das sociedades que são suas acionistas (especialmente a *holding* controladora) é porque, em regra, essa não era sua intenção. Especialmente no que se refere às participações societárias indiretas, há que se observar que, em geral, as referências da lei e dos instrumentos contratuais são expressas, como se depreende da

nação indireta do controle, “a intenção das partes é clara: caso o controle do outorgante não pertença mais ao controlador original, esta condição afeta a personalidade da sociedade e, portanto, a *affectio societatis*, cabendo ao outorgado o direito de escolha para exercer a preferência” (WAISBERG, Ivo. *Direito de preferência para a aquisição de ações: conceito, natureza jurídica e interpretação* o. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 139).

58 VELARDOCCHIO-FLORES, Dominique. *Les accords extra-statutaires entre associés*. Aix-en-Provence: Presses Universitaires d'Aix-Marseille, 1993. p. 163.

leitura dos artigos 243, §2º, 265, §1º, da Lei nº 6.404/76.⁵⁹

A autora também afirma que é questionável a possibilidade de extensão do direito de preferência em acordo de acionistas a ações de emissão de sociedade diversa daquela na qual houve a previsão do referido direito, inclusive por ausência de eficácia daquele instrumento que não terá sido arquivado na sua sede social e tampouco averbado nos livros e certificados das ações da holding.⁶⁰ Daí conclui que “a única forma de se assegurar direito de preferência dos acionistas da sociedade controlada em caso de alienação indireta das ações é prever direito de preferência para a aquisição das ações de emissão da sociedade *holding*, uma vez que são essas ações que estão sendo objeto de alienação”. Desse modo, salvo estipulação em contrário, não seria admitida a extensão do direito de preferência às alienações indiretas de ações.⁶¹

Gisela Sampaio sustenta que a alienação em sociedade controlada pode disparar o gatilho do direito de preferência quando os acordos de acionistas em que tal direito foi previsto tenha disposição expressa abarcando as transferências indiretas.⁶² Na ausência de previsão expressa, Ivo Waisberg defende que “a incidência da preferência depende do exame casuístico do contrato” e que provavelmente haverá a incidência do direito de preferência na hipótese de alienação indireta por meio *holding* em razão da boa-fé objetiva, mas não na alienação indireta de controle.⁶³

59 ALVARENGA, Maria Isabel de Almeida. *Direito de preferência para a aquisição de ações*. Dissertação de Mestrado. USP, São Paulo, 2001, p. 194-195.

60 ALVARENGA, Maria Isabel de Almeida. *Direito de preferência para a aquisição de ações*. Dissertação de Mestrado. USP, São Paulo, 2001. p. 197.

61 ALVARENGA, Maria Isabel de Almeida. *Direito de preferência para a aquisição de ações*. Dissertação de Mestrado. USP, São Paulo, 2001. p. 198-199.

62 GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. *Direito de preferência em transferências indiretas de participação societária*. In: *AGIRE | Direito Privado em Ação*, n.º 148, 2025. Disponível em: <https://agiredireitoprivado.substack.com/p/agire148>. Acesso em 09 jan. 2026.

63 O autor conclui que: “No caso de silêncio do contrato, devemos separar as hipóteses 2 e 3

Já em relação à segunda questão mencionada, a doutrina alerta para situações em que são criadas estruturas societárias artificiais para fraudar o direito de preferência pactuado. Alfredo Lamy Filho elaborou parecer sobre um acordo de acionistas firmado por três sócios de uma sociedade familiar firmaram estabelecendo que o direito de preferência para aquisição de ações não seria aplicável em transferências em relação a “descendentes em linha reta”. Na situação analisada, o parecerista reconheceu a violação do direito de preferência, uma vez que a estrutura societária (qual seja, a transferência, por dois sócios, de suas ações às suas respectivas “holdings” e a pactuação de contrato de permuta de ações com uma sociedade estrangeira) foi criada apenas para não disparar o direito de preferência do terceiro acionista.⁶⁴

Antonio Junqueira de Azevedo já manifestou seu entendimento sobre o tema ao analisar se uma parte do acordo firmado pelos acionistas da Polibrasil Participações S.A. (cujo controle era compartilhado) teria a obrigação de oferecer à outra o direito de adquirir sua participação da sociedade *holding* na hipótese de alienação de ações do capital desta parte por seu acionista controlador ou se o direito de preferência abrangeria também todas as outras situações em que houvesse alienação indireta do seu controle. A conclusão do autor foi no sentido de que, no caso examinado, estaria configurado abuso da personalidade jurídica de sociedades integrantes do grupo economi-

mencionadas, isto é, uma venda por *holding* que somente detenha este ativo relevante ou uma venda em outro grau da cadeia societária do outorgante que abranja também outros ativos relevantes. Na hipótese 2, a interpretação funcional presume a incidência da preferência, se outra conclusão não decorrer do exame da estrutura contratual do caso concreto. Na hipótese 3, ao contrário, presume-se a sua não incidência, se outra conclusão não decorrer do exame da estrutura contratual do caso concreto” (WAISBERG, Ivo, *Direito de preferência para a aquisição de ações*: conceito, natureza jurídica e interpretação. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 146). Para uma análise mais detalhada das hipóteses mencionadas, remeta-se às páginas 140-145 da referida obra.

64 LAMY FILHO, Alfredo. A desconsideração da personalidade jurídica em acordo de acionistas. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.* 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, v. 2. p. 296-309.

co diante da utilização, pelos controladores, da *holding* para negar à companhia signatária do acordo de acionistas o direito de adquirir a totalidade das ações da Polibrasil Participações S.A., a violar o princípio da boa-fé objetiva.⁶⁵

Maria Isabel Alvarenga também reconhece a possibilidade de a alienação indireta de ações configurar fraude ao direito de preferência quando inexistir razão para a alienação das ações de emissão da *holding* e se o objetivo do alienante é apenas a transferência das ações da sociedade controlada sem que seja observado o direito de preferência, o que será analisado à luz das circunstâncias do caso concreto.⁶⁶

A autora elenca alguns elementos que podem revelar a intenção de violar o direito de preferência em caso de alienação indireta de ações, a saber: (i) a sociedade cujo acordo de acionistas prevê direito de preferência é uma sociedade anônima fechada e *intuitu per-*

65 “O acordo de acionistas, como contrato típico que é no direito brasileiro, deve ser entendido e executado com extrema lealdade; pode-se dizer que é contrato de *ubérrima fides*. Ora, não há dúvida de que a boa-fé seria violada pelos controladores do Grupo Shell/Basf, se, pelo artifício de pessoa jurídica intermediária, fosse desrespeitado o acordo. Os elementos já mencionados no presente parecer — isto é, a “vontade comum” no acordo: o poder de controle compartilhado na Polibrasil: a importância da qualidade das partes (o caráter *intuitu personae*); o fim concreto do contrato a revelar a intenção inequívoca de promover uma associação entre dois grupos econômicos, e não entre duas sociedades isoladamente consideradas; a regra de imputação de controle contida no art. 243, §2º, da Lei de Sociedades por Ações e repetida no art. 1.098, inciso II, do Código Civil de 2002) — levam a concluir que a Suzano tem o direito (direito formativo, ou expectativo) de que a obrigação de transferir as ações da Polibrasil, contraída pela Basell Brasil, subsista em qualquer hipótese de alienação, direta ou indireta, do controle da mesma Basell Brasil. Se esse direito expectativo fosse frustrado, haveria certamente exercício abusivo de posição jurídica (“abuso de direito”), com violação da boa-fé objetiva” (AZEVEDO, Antônio Junqueira de. “Acordo de acionistas com cláusula de preferência na aquisição de ações. Contrato intuitu personae a ser interpretado em duas fases: procura da vontade comum das partes e boa-fé objetiva contextual. Teoria do abuso da personalidade jurídica. Extensão da preferência à hipótese implícita de alienação da controladora de uma das acionistas”. In: *Novos estudos e pareceres de direito privado*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 234.).

66 ALVARENGA, Maria Isabel de Almeida. *Direito de preferência para a aquisição de ações*. Dissertação de Mestrado. USP, São Paulo, 2001. p. 200-201.

sonae; (ii) a alienação indireta de ações corresponde à alienação indireta do controle da sociedade cujo acordo de acionistas estabelece direito de preferência; (iii) a sociedade cujas ações estão sendo alienadas é uma *holding* pura, cujo único ativo são as ações de emissão da sociedade controlada; (iv) a realização de negócio jurídico complexo quando as partes poderiam optar pela celebração de contrato típico; (v) a sociedade *holding* foi constituída após a instituição da preferência, houve transferência autorizada das ações para a *holding* e posterior alienação das ações da *holding*; e (vi) houve participação do acionista controlador da *holding* no acordo de acionistas em que está previsto o direito de preferência (como interveniente anuente ou representante legal de seu acionista).⁶⁷

Por fim, o terceiro questionamento trata da situação em que o acordo de acionista estende expressamente o direito de preferência às transferências indiretas de ações, independentemente de transferência de controle. Na realidade, é comum que o acordo de acionistas não estabeleça um mecanismo viável para o exercício do direito de preferência. A situação se torna ainda mais complexa quando a cadeia societária tem companhias de capital aberto cujas ações são negociadas em bolsa, já que, neste caso, como alerta a doutrina, o direito de preferência seria disparado diversas vezes.⁶⁸

Daí decorrem diversas outras questões por Gisela Sampaio: (i) quem é o sujeito passivo do direito de preferência que ficará obrigado a oferecer a sua participação aos demais em caso de venda: o próprio acionista signatário do acordo parassocial ou o seu controlador (que é quem pretende alienar a participação societária a terceiros)?;

67 Para maiores explicações sobre cada um dos elementos indicados, remeta-se à ALVARENGA, Maria Isabel de Almeida. *Direito de preferência para a aquisição de ações*. Dissertação de Mestrado. USP, São Paulo, 2001, p. 201-204.

68 GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Direito de preferência em transferências indiretas de participação societária. In: *AGIRE | Direito Privado em Ação*, n.º 148, 2025. Disponível em: <https://agiredireitoprivado.substack.com/p/agire148>. Acesso em: 09 jan. 2026.

(ii) qual é o objeto do direito de preferência: as ações de emissão da sociedade objeto do acordo ou aquelas que serão alienadas ao terceiro?; (iii) como atender ao dito requisito “tanto por tanto” se o terceiro não pretende adquirir ações de emissão da de uma das partes signatárias do acordo de acionistas, mas, sim, ações da sociedade controladora?; (iv) a execução específica é remédio aplicável diante da violação do direito de preferência em razão de uma transferência indireta de participação societária?; e (v) independentemente de o prejudicado poder se valer da execução específica ou da responsabilidade civil, o terceiro passaria a integrar o grupo societário, contrariando uma das principais funções do direito de preferência?⁶⁹

Considerando que, muitas vezes, o direito de preferência é previsto em acordo de acionistas para controlar o ingresso de terceiro na sociedade, a autora sugere que seja estipulada opção de compra de ações, reciprocamente outorgada entre os signatários do acordo de acionistas (em vez do direito de preferência), por “conferir não só maior segurança aos acionistas signatários e ao bom funcionamento do negócio, como também maior eficiência às transferências indiretas”.⁷⁰

Conclusão.

O direito de preferência é previsto com frequência em acordos de acionistas tendo em vista sua relevância para a estruturação de operações societárias, especialmente quando se busca preservar a composição acionária de determinada sociedade, de modo a garantir

69 GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Direito de preferência em transferências indiretas de participação societária. In: *AGIRE | Direito Privado em Ação*, n.º 148, 2025. Disponível em: <https://agiredireitoprivado.substack.com/p/agire148>. Acesso em: 09 jan. 2026.

70 GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Direito de preferência em transferências indiretas de participação societária. In: *AGIRE | Direito Privado em Ação*, n.º 148, 2025. Disponível em: <https://agiredireitoprivado.substack.com/p/agire148>. Acesso em: 09 jan. 2026.

maior segurança e previsibilidade aos sujeitos que integram tal pacto. Embora o direito de preferência tenha assumido protagonismo nos acordos de acionistas, o legislador não se dedicou à sistematização do tema, surgindo daí discussões complexas com relevantes repercussões práticas.

A primeira delas diz respeito ao reconhecimento (ou não) da eficácia real do direito de preferência inserido em acordos de acionistas. A bem da verdade, tal controvérsia tem implicações práticas relevantes, sobretudo quando se está diante de inadimplemento do direito de preferência. Isto, porque, as tutelas disponíveis ao preferente prejudicado variam de acordo com a natureza conferida ao direito de preferência (real ou obrigacional).

Nesse sentido, caso se adote o entendimento de que o direito de preferência tem eficácia real, é possível sustentar que o preferente prejudicado pode não só propor ação de perdas e danos em face do sujeito passivo da preferência e/ou do terceiro (a depender do caso), como também se valer da execução específica caso seja de seu interesse, buscando obter o próprio bem objeto da preferência (e não apenas indenização correspondente).

Ou seja, a partir desse entendimento, é possível sustentar a possibilidade de o acionista que teve o seu direito de preferência violado exigir a entrega das ações irregularmente alienadas a terceiros, desde que o acordo de acionistas tenha sido arquivado na sede da companhia e o direito de preferência tenha sido anotado no respectivo livro de ações.

Por outro lado, há quem defenda que, como o legislador não estabeleceu expressamente a eficácia real do direito de preferência, deve-se reconhecer a sua natureza apenas obrigacional, inclusive daquele previsto em acordo de acionistas. Na prática, isto significa dizer que o preferente prejudicado pode apenas se valer de tutela indenizatória, e, não, de tutela específica quando estiver diante da violação do seu direito de preferência.

A segunda controvérsia tratada neste artigo refere-se à incidência (ou não) do direito de preferência previsto em acordo de acionistas quando se está diante de transferências indiretas de participação societária. A redação do acordo de acionistas é elemento relevante que deve ser considerado na interpretação do alcance de tal direito, na medida em que a disposição expressa no sentido de abranger as transferências indiretas não deixa margem para dúvidas quanto à intenção das partes de caracterizar estas hipóteses como um dos gatilhos do direito de preferência. Trata-se de medida que confere maior segurança jurídica às partes envolvidas e evita o surgimento de litígios sobre a caracterização de suportes fáticos que disparam (ou não) o direito de preferência, sobretudo em estruturas societárias mais complexas.

No entanto, a situação se torna ainda mais complexa quando o acordo de acionistas não tem menção expressa às transferências indiretas, havendo entendimento no sentido de que o direito de preferência não se estende às alienações indiretas, ressalvadas situações em que a estrutura adotada revele o intuito do alienante de frustrar o direito de preferência convencionado, devendo o intérprete, nesses casos, levar em conta o princípio da boa-fé objetiva e a vedação ao abuso do direito.

O EQUILÍBRIO ENTRE REGULAÇÃO E AUTONOMIA DAS PARTES NA CONTRATAÇÃO DE SEGUROS DE GRANDES RISCOS NO BRASIL¹

THE BALANCE BETWEEN REGULATION AND CONTRACTUAL FREEDOM IN LARGE RISKS INSURANCE IN BRAZIL

*Mariana Cavalcanti Jardim**

Resumo: O artigo analisa o papel da regulação estatal nos contratos de seguro, com especial atenção aos seguros de grandes riscos, à luz da Constituição Federal, da Lei de Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019), da nova Lei de Seguros (Lei nº 15.040/2024) e da regulamentação infralegal, nomeadamente da Resolução CNSP nº 407/2021. Parte-se da premissa de que, embora o dirigismo contratual desempenhe papel relevante na proteção da parte vulnerável em contratos massificados, tal lógica não pode ser transposta automaticamente aos contratos de grandes riscos, celebrados entre agentes altamente especializados e com paridade técnica, jurídica e econômica. A investigação demonstra que a ausência de vulnerabilidade legítima o tratamento jurídico diferenciado, com a valorização da autonomia da vontade e do *pacta sunt servanda*. A intervenção estatal deve ser calibrada de acordo com as características específicas de cada segmento contratual, sob pena de comprometer princípios constitucionais caros, como da liberdade contratual, da livre iniciativa e da igual-

1 Artigo recebido em: 26.11.2025 e aceito em: 26.12.2025.

* Professora de Direito Empresarial e Direito do Seguro. Mestre em Direito de Empresas e Atividades Econômicas pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro - UERJ, Pós-graduada em Direito de Empresas pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro - PUC/RJ, Especialista em Direito do Seguro e Resseguro pela Fundação Getúlio Vargas – FGV/RJ e Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da UERJ. Secretária-Adjunta da Comissão de Direito do Seguro da OAB/RJ. Colunista da Editora Roncarati. Advogada. Email: marijardim@gmail.com

dade material. Critica-se a abordagem adotada pela nova Lei de Seguros, que, ao não distinguir de modo claro os seguros massificados dos de grandes riscos, pode introduzir disfunções regulatórias e gerar insegurança jurídica. Defende-se a necessidade de interpretação sistemática da nova legislação, com base nos princípios constitucionais, no diálogo com o arcabouço infraconstitucional vigente e com a prática securitária, valorizando a racionalidade técnica dos contratos de grandes riscos e promovendo um ambiente regulatório propício ao desenvolvimento sustentável e competitivo do setor securitário nacional, aderente às melhores práticas internacionais.

Palavras-chave: Dirigismo contratual. Regulação. Contrato de seguros. Seguro de grandes riscos. Nova Lei de Seguros.

Abstract: This article examines the role of State regulation in insurance contracts, with particular focus on large risks insurance, in light of the Federal Constitution, the Economic Freedom Act (Law No. 13,874/2019), the new Insurance Act (Law No. 15,040/2024), and the relevant secondary regulation, notably CNSP Resolution No. 407/2021. The analysis is based on the premise that, although contractual intervention plays an important role in protecting vulnerable parties in mass-market insurance, this regulatory logic cannot be automatically extended to large risks contracts, which are entered into by highly specialised parties with technical, legal, and economic parity. The study demonstrates that the absence of vulnerability justifies a differentiated legal treatment, reinforcing the contractual freedom and the principle of *pacta sunt servanda*. State intervention should be calibrated according to the specific features of each contractual segment; otherwise, it risks undermining fundamental constitutional principles such as freedom of contract, free enterprise, and substantive equality. The article criticises the approach adopted by the new Insurance Act, which, by failing to clearly distinguish mass-market insurance from large risks insurance, may introduce regulatory distortions and generate legal uncertainty. It advocates the need for a systematic interpretation of the new legislation, grounded in constitutional principles, aligned with the existing infra-constitutional framework and market practice, thereby valuing the technical ration-

ality of large risks contracts and fostering a regulatory environment conducive to the sustainable and competitive development of the national insurance market, in line with international best practices.

Keywords: Contractual intervention; Regulation; Insurance contract; Large risks insurance; New Insurance Act.

Sumário: Introdução. 1. O papel da regulação no mercado de seguros nacional. 2. O dirigismo contratual nos contratos de seguros no Brasil. 3. Contratos de seguro de grandes riscos e massificado. 4. Nova Lei de Seguros brasileira. Conclusão.

Introdução.

Os contratos ocupam posição central no mundo empresarial, sendo não só meio de atuação das sociedades, mas também, muitas das vezes, seus grandes ativos. São eles que, repetindo Vincenzo Roppo, criam riqueza. No mundo dos seguros, o contrato de seguro de grandes riscos posiciona-se como instrumento jurídico essencial à proteção da posição financeira do segurado e/ou tomador nesse feixe de relações contratuais contemporâneo.²

Direcionado à negócios complexos e/ou vultosos, em valores e propeções, como, por exemplo os de petróleo, global de bancos,

2 “Se abre una fase en la cual la riqueza y los recursos productivos no se identifican más con (la propiedad de) cosas inmuebles, y tampoco materiales: ello corroe la tradicional supremacía de la propiedad, y exalta el papel del contrato. En efecto, en los sistemas económicos *evolucionados la riqueza económica y los recursos productivos consisten mucho más que en cosas en relaciones* - en pretensiones vinculadas a obligaciones ajenas: y pretensiones y obligaciones que nacen de los contratos. Los modernos complejos productivos son no tanto *stock* de bienes cuanto conjunto de relaciones contractuales – con trabajadores subordinados, proveedores de materias primas, energías, tecnologías, medios financieros, finalmente con los clientes. [...] En la economía moderna, pues, es sobre todo el contrato el que crea riqueza - las nuevas formas de riqueza productiva.” ROPPO, Vincenzo. *El Contrato*. Lima: Gaceta Jurídica, 2009. p. 75 e 76.

aeronáuticos, marítimos, nucleares ou aqueles envolvendo sociedades com ativos em montante superior a R\$ 27 milhões ou com faturamento anual superior a R\$ 57 milhões, o seguro de grandes riscos possibilita a mitigação de riscos capazes de afetar profundamente setores estratégicos da economia nacional.

O seguro, nesse contexto, não tem seu papel restrito à proteção patrimonial individual das partes; ele atua como um verdadeiro catalisador do investimento produtivo e da inovação empresarial, constituindo uma das molas propulsoras do desenvolvimento econômico.

Pela relevância do papel ocupado pela atividade securitária na sociedade, enquanto captadora de poupança popular e provedora de um sistema de garantia das atividades econômicas em geral, o Estado intervém nos contratos por via da regulação. Há, contudo, que se avaliar os limites adequados para essa intervenção nos contratos de seguro de grandes riscos.

De um lado, está a necessidade legítima de proteger os interesses difusos da coletividade, garantir a estabilidade do setor securitário e promover condutas empresariais que estejam em consonância com os valores constitucionais. De outro, impõe-se reconhecer que, nesse segmento específico, os contratos são celebrados entre partes altamente especializadas, juridicamente sofisticadas e com poder econômico equilibrado, o que recomenda um tratamento regulatório diferenciado daquele centrado na proteção da vulnerabilidade, voltado à valorização da autonomia da vontade e do *pacta sunt servanda*.

O presente artigo destina-se a avaliar, por meio da análise do papel da regulação no mercado de seguros nacional e do embate entre o dirigismo contratual e a liberdade econômica nos contratos de seguros, o grau de intervenção estatal adequado na regulação dos contratos de seguro de grandes riscos, especialmente à luz da Constituição Federal, da Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019 (“Lei de Liberdade Econômica”), e da Lei nº 15.040, de 9 de dezembro de 2024 (“Lei de Seguros”).

1. O papel da regulação no mercado de seguros nacional.

A atuação do Estado no domínio econômico pode se dar por meio tanto da sua participação direta quanto da intervenção indireta. A participação ocorre quando da prestação de serviços públicos, exercício de monopólios ou atuação em regime de competição com a iniciativa privada, quando necessário aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo. Já a intervenção (*stricto sensu*) ocorre pelo exercício, na posição de agente normativo e regulador da atividade econômica, das funções de fiscalização, incentivo e planejamento. Interessa, para fins do presente estudo, a atuação do Estado nessa segunda modalidade, por meio da qual intervém no domínio econômico por via da regulação.³⁴

A regulação estatal da economia pode ser definida, nas palavras de Alexandre Aragão, como:

o conjunto de medidas legislativas, administrativas e convencionais, abstratas ou concretas, pelas quais o Estado, de maneira restritiva da liberdade privada ou meramente indutiva, determina, controla, ou influencia o comportamento dos agentes econômicos, evitando que lesem os interesses sociais definidos no marco da Constituição

3 Artigos 173 a 177 da Constituição Federal.

4 Em que pese haver alguma discussão doutrinária sobre o uso do termo “regulação” ou “regulamentação”, opta-se neste trabalho por utilizar o primeiro em virtude de sua abrangência. Sobre o tema, Alexandre Aragão entende que “mesmo que nos dias de hoje o Estado busque preferencialmente soluções indutivas e consensuais, não há como se negar que, no exercício das mesmas competências muitas vezes atua de maneira vertical, coercitiva ou mesmo interventiva”, razão pela qual alinha-se com a utilização do “termo ‘regulação’ para designar ambas as formas de exercício da mesma atividade estatal, qual seja, a de adequação da atividade econômica aos interesses da coletividade [...]”. ARAGÃO, Alexandre Santos de. O conceito jurídico de regulação da economia. *Revista de Direito Administrativo & Constitucional*. Curitiba: Juruá, n. 6, 2001. p. 64.

e orientando-os em direções socialmente desejáveis.⁵

No mercado de seguros e resseguros nacional, a função regulatória do Estado é exercida pelo Conselho Nacional de Seguros Privados (“CNSP”) e pela Superintendência de Seguros Privados (“SUSEP”), vinculados ao Ministério da Fazenda. O CNSP tem por competência fixar as diretrizes e normas aplicáveis ao mercado de (res)seguro privados.⁶ À SUSEP, a seu turno, dotada de personalidade jurídica de Direito Público, com autonomia administrativa e financeira, foi outorgada pelo Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966, a competência de executora da política traçada pelo CNSP para o mercado de seguros e resseguros brasileiro.⁷ Enquanto autarquia, a SUSEP não age por delegação, mas sim por direito próprio e com autoridade pública, trazendo para a consecução de seus fins, uma parcela do poder estatal que lhe deu a vida.⁸

A Superintendência tem a incumbência fiscalizatória e regulatória do setor, estando sua atuação limitada aos ditames da lei.⁹⁻¹⁰⁻¹¹

5 *Ibidem*, p.74.

6 Como analisado em outra oportunidade por esta autora, “O CNSP [...] (é) composto por representantes do próprio Ministério da Fazenda (presidente), do Ministério da Justiça e Segurança Pública, do Ministério do Trabalho e Emprego, da SUSEP, do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Por não possuir sequer existência física propriamente dita, sua atuação é, na realidade, meramente protocolar. A pena de Gladimir Poletto e Oksandro Gonçalves traz maiores delineados à situação: “Com efeito, embora legitimado e detentor da principal função normativa integrante do SNSP, que é a fixação de diretrizes e normas de seguros privados, o CNSP confere à SUSEP, executora das diretrizes, ampla função regulatória, seja quanto à especificidade de conteúdo do seguro ou mesmo para complementar as diretrizes do CNSP. Na prática, ocorre a disfunção de competência legal, uma vez que a SUSEP acaba fazendo as vezes do CNSP. Em elevado grau, há distorção do Sistema”. JARDIM, Mariana Cavalcanti. *Anticorrupção no setor securitário brasileiro*: um estudo à luz da Lei n. 12.846/2013. 1.ed. Rio de Janeiro: Editora Processo. p. 134 e 135.

7 Artigo 5º, Decreto-Lei nº 200/1967.

8 MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito administrativo brasileiro*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989. p. 302

9 Frise-se que o poder de fiscalização outorgado constitucionalmente ao Estado abarca o po-

Seu poder normativo específico para o setor regulado, acompanhado da prerrogativa executiva e sancionatória no âmbito administrativo, possibilitam o tratamento com o apuro técnico e dinâmico que o setor reclama e que o Poder Legislativo seria incapaz de garantir.¹²

Frise-se que, como consequência do fenômeno da constitucionalização do Direito Administrativo com reflexos diretos na ampliação do princípio da legalidade, a limitação à atuação da SUSEP enquanto reguladora do setor de seguros e resseguros nacional não está circunscrita apenas à lei em sua acepção formal (legalidade em

der de regulação da atividade econômica. Como ensina José Afonso da Silva: “A *fiscalização*, como toda fiscalização, pressupõe o poder de regulamentação, pois ela visa precisamente controlar o cumprimento das determinações daquele e, em sendo o caso, apurar responsabilidades e aplicar penalidades cabíveis. Não fora assim o poder de fiscalização não teria objeto”. (grifo do original) (SILVA, José Afonso da. *Curso de Direito Constitucional Positivo*. 37 ed., rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 821).

10 Como dispõe o artigo 37 da Constituição Federal, a “administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União [...] obedecerá aos princípios de legalidade”.

11 “[...] a normatização de algumas matérias, particularmente daquelas de cunho econômico-financeiro, por meio de resoluções, circulares e outros instrumentos não legislativos, tem sido aceita pela jurisprudência pátria, inclusive pelo Supremo Tribunal Federal, como forma de possibilitar à administração controlar e regular, de forma ágil e especializada, determinados setores da economia, respeitados os limites explicitados no ato de delegação respectivo. A Constituição Federal, conquanto tenha afastado o Estado da exploração direta de certas atividades econômicas, deu-lhe atribuições de agente normativo com a missão de fiscalizar, incentivar e planejar aquelas mesmas atividades, conforme previsto no art. 174.” BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n. 1.216.673, Relator: Min. João Otávio de Noronha, julgado em 10 nov. 2010. *Diário da Justiça Eletrônico*, Brasília, DF, 24 nov. 2010. Disponível em: <https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=14932555&nreg=201001842739&dt=20110609&tipo=91&formato=PDF>. Acesso em 3 set. 2025.

12 “[...] o Estado democrático de Direito, na exigência material de implementar os objetivos, direitos e garantias fundamentais constitucionais, reclama uma maior produção legislativa a dar conta das inúmeras relações jurídicas a que se submetem a Administração e os administrados. Assim, tanto pela falta de conhecimento técnico na produção legislativa quanto pela morosidade do processo legiferante, o princípio da separação de poderes, como conservadoramente entendido, poderia ser mitigado para acolher maior possibilidade na delegação de poderes ao Executivo, por parte do Legislativo.” (Ferreira Filho, Miguel; Pedro, Daniel Ferreira. *Legalidade e regulação na Constituição Federal de 1988*. *Revista de Direito Administrativo e Gestão Pública*. Curitiba, v. 2, n. 2, p. 124 – 144, Jul/Dez. 2016. p. 132.)

sentido estrito), mas também a todos os princípios e valores merecedores de tutela constitucional - e não somente àqueles elencados na parte introdutória da Constituição (legalidade em sentido amplo).¹³

Assim é que a regulação emanada do CNSP e da SUSEP há que realizar os princípios e valores consagrados na Constituição, conformadores de todo o ordenamento jurídico pátrio, o que inclui, dentre outros, a livre iniciativa, a solidariedade, a igualdade material, a liberdade de associação, a livre concorrência, a defesa do consumidor, a função social da propriedade, a anticorrupção e a liberdade econômica.

Mas antes de aprofundar nos contornos e limites da atuação da SUSEP enquanto entidade reguladora do setor, há que se justificar a opção de o Estado exercer o controle pela via da regulação da atividade seguradora. Os fatores justificadores estão intrinsecamente relacionados à função social que a atividade securitária desempenha, tanto em seu papel de captadora de poupança popular, quanto de provedora de um sistema de garantia das atividades econômicas em geral.

A operação de seguros lida, em sua essência, com fundos originários da poupança popular. De modo simplificado, “o segurador moderno nada mais é que um administrador de fundos destinados ao pagamento de indenização ou obrigações contraídas com os segurados. Faz captação de seus recursos financeiros na economia popular, através dos prêmios recebidos”, como notou Pedro Alvim.¹⁴

13 “Além da parte introdutória da Constituição, onde se afirmam os seus princípios fundamentais, em vários outros dispositivos se revela a preocupação com determinados valores a serem observados no desempenho da função estatal e, dentro desta, da função administrativa a cargo da Administração Pública. Esta já não está mais submetida apenas à lei, em sentido formal, mas a todos os princípios que consagram valores expressos ou implícitos na Constituição, relacionados com a liberdade, igualdade, segurança, desenvolvimento, bem-estar e justiça”. (DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. Da constitucionalização do direito administrativo – Reflexos sobre o princípio da legalidade e a discricionariedade administrativa. *Atualidades Jurídicas: Revista do Conselho Federal da Ordem dos Advogados do Brasil - OAB*. Belo Horizonte, ano 2, n. 2, jan./jun. 2012.)

14 ALVIM, Pedro. *O contrato de seguro*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1986. p. 187.

Dada a relevância de se, grosso modo, administrar fundos comuns - o que sustenta sua participação no Sistema Financeiro Nacional¹⁵ e sua equiparação a instituições financeiras para determinados fins legais¹⁶ – as companhias seguradoras dependem de especial autorização do Estado para operar, devem manter capital social mínimo, provisões técnicas e operações de acordo com rigorosos padrões técnicos e de conformidade, ser controladas e administradas por pessoas físicas e jurídicas previamente aprovadas pela SUSEP e observar uma série de outras regras visando, em última análise, preservar interesses da mutualidade (massa de segurados) tanto na perspectiva coletiva quanto individual.¹⁷

Adicionalmente, o papel de estabilizador das atividades econômicas em geral justifica a atuação estatal na regulação do setor de seguros nacional. Ao mitigar diferentes riscos intrínsecos a cada atividade econômica por meio de diversas modalidades de seguros, acaba por criar um sistema de garantia das atividades econômicas em geral, merecedor, portanto, de atenção diferenciada do Estado.¹⁸⁻¹⁹

15 V. leitura sistemática das alterações promovidas ao artigo 192 da Constituição Federal, pelos artigos 17 e 18 da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, pelo artigo 1º da Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, e pelas normas infralegais.

16 Como é o caso, por exemplo, do artigo 29 da Lei nº 8.177, de 1º de março de 1991.

17 “Cabe perguntar-se qual o fundamento, por que o Estado deve controlar a atividade seguradora? A resposta é simples: porque as empresas de seguros administram uma importante massa de capital ou, como diria a doutrina anglo-saxônica, administram poupança de terceiros. Isso gera a necessidade de que exista uma intervenção estatal intensa. [...] Essa importante massa de capital que administram as empresas seguradoras tem um único destino, e esse único destino é o pagamento de indenizações. [...] Se não conseguimos compreender isso, não há muito sentido em seguir o desenvolvimento dessa exposição nem de nenhuma outra”. STI-GLITZ, Rubén S. Controle do Estado sobre a atividade seguradora. In: *II Fórum de direito do seguro José Sollerio Filho*. São Paulo: IBDS, 2002. p.44

18 “Ele (o seguro) é equipamento *sine qua non* para a solidarização da sociedade e para o desenvolvimento das atividades econômicas porque viabiliza atividades econômicas produtivas, integrando-se ao desenvolviment econômico do país’. O seguro promove a ‘produtividade do capital’. Sem ele, os indivíduos e as empresas são obrigados a precaverem-se e para isso devem tornar ineficiente o uso do capital para formar reservas. A liberação da necessidade dessas poupanças individuais libera o capital para investimentos produtivos.” (TZIRULNIK, Ernesto.

Nesse contexto, a SUSEP incumbe-se de incentivar, planejar e orientar condutas empresariais economicamente desejáveis por meio de regulamentos. Os chamados regulamentos executivos objetivam disciplinar a discricionariedade administrativa, regulando a margem de liberdade existente dentro dos limites legais, especialmente quando determinada lei demanda por detalhamento para sua exequibilidade. Sua função é de evitar que os órgãos e agentes administrativos fiem-se em critérios heterogêneos na aplicação da lei, o que levaria ao tratamento não-uniforme dos administrados.²⁰

2. O dirigismo contratual nos contratos de seguros no Brasil

Uma das maneiras de intervenção do Estado na atividade seguradora traduz-se no alcance direto do instrumento da relação securitária, o contrato de seguro.

O cenário do século XIX que abrigou a autorização para funcionamento da primeira seguradora nacional, em 1808²¹, e de instalação da primeira companhia seguradora estrangeira no Brasil, em 1862, era de supremacia econômica da Inglaterra, que entoava então o discurso liberal de livre comércio e de abertura de mercados. Em

O Contrato de Seguro. In: COELHO, Fabio Ulhoa. *Tratado de direito comercial*. v.5, São Paulo: Saraiva, 2015. p. 394)

19 “Entre as diferentes modalidades de empresas a de seguro ocupa uma posição especial, porque é dela que provém o melhor sistema de garantia da atividade econômica contra os inúmeros riscos que a ameaçam de aniquilamento. O seguro exerce uma função social relevante, amealhando fundos com que organiza de modo racional a luta contra os fatores que perturbam o desenvolvimento normal da economia. Eis porque sempre mereceu de todos os governos cuidados que se patenteiam numa legislação especial, objetivando resguardar a instituição empresarial dos efeitos maléficos de uma orientação mal sucedida”. (ALVIM, Pedro. *O contrato de seguro*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1986.)

20 Mello, Celso Antonio Bandeira de. *Curso de Direito Administrativo*. 32.ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2015. p. 360 - 361.

21 Decreto de 24 de fevereiro de 1808.

busca de desenvolvimento econômico e novos mercados de trocas, o controle estatal sobre esse setor era praticamente inexistente.²²⁻²³ Aplicavam-se os padrões de contratos trazidos do exterior e as “Regulações da Casa de Seguros de Lisboa”, publicadas em Portugal por alvará assinado pela Rainha D. Maria I, em 11 de agosto de 1791, que permitiam ampla liberdade quanto aos clausulados das apólices.²⁴

Apenas em 1850 foi conferido, pela Lei nº 556, de 25 de junho de 1850 (o Código Comercial), tratamento legal sistematizado à matéria, restrito, contudo, aos contratos de seguro marítimo. Os demais seguros continuavam regidos tanto por normas das próprias seguradoras, quanto por regras estrangeiras. Esse cenário alterou-se apenas com o advento do Código Civil de 1916 (Lei nº 3.071, de 1º de janeiro de 1916), que disciplinou os seguros não-marítimos.²⁵

22 COSTA, Ricardo Cesar Rocha da. A atividade de seguros nas primeiras décadas da República. In: ALBERETTI, Verena (Coord.). *Entre a solidariedade e o risco: história do seguro privado no Brasil*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1998. p.26.

23 “[...] o século XIX não pode ser dissociado da sua realidade histórica, notadamente pelos ideais do liberalismo, do Estado mínimo, dando ao órgão estatal precipuamente a função de segurança jurídica aos agentes econômicos, de sorte a garantir as liberdades individuais com a menor intervenção possível, sendo ainda guiado pela ‘mão invisível do mercado’ que regularia todas as relações dessa sociedade.” (BELTRÃO, Irapuã Gonçalves de Lima. *Revista da AGU*, Brasília, DF, v. 22, n. 1, jan./mar. 2023. p. 99).

24 Regulações da Casa de Seguros de Lisboa: VIII. Ficará na liberdade do Segurado escolher entre os Seguradores os que mais quizer (*sic*), e contratar as Condições de seu Seguro como lhe parecer; e serão válidos, depois que forem registrados pelos Oficiais (*sic*) da Casa.

25 Sobre o tema, João Luiz Alves notou: “Não tinham uma legislação metódica, consentânea com o progresso do instituto, com as necessidades sociais e garantidora dos direitos das partes. De um lado, a aplicação instável do direito estrangeiro, como subsidiário; de outro, as regras arbitrariamente estabelecidas pelas empresas de seguro, nas suas apólices - tal era a situação, apenas acautelada por algumas leis relativas à constituição e funcionamento das referidas empresas, notadamente do Decr. n. 5072, de 12 de dezembro de 1903. O Cód. procurou estabelecer princípios gerais e regular cada espécie de seguro, organizando o instituto segundo a melhor doutrina. Preferíamos, porém, que o Cód. deixasse a regulamentação dos contratos de seguro ao Dir. Comercial, de acordo com Inglês de Souza (Projeto do Cód. Com.), salvo quanto ao seguro mútuo, que podia ser regulado por lei especial. Esse assunto provocou amplo debate na Comissão Revisora do Pr. Cl., vencendo a teoria deste projeto”. (ALVES, João Luiz. Código

No final do século XIX surgiram as doutrinas socialistas cobrando a proteção da classe operária face aos efeitos sociais deletérios trazidos pela Revolução Industrial - aliás, revolução esta que originou profundas modificações econômicas, sociais e políticas na Europa do século XIX que atingiram em cheio as formas clássicas de contratação e impulsionaram a disseminação dos contratos de adesão e das contratações em massa.²⁶

O Estado liberal passou a sentir, no início do século XX, mudanças nos ordenamentos jurídicos que refletiam o Estado do Bem Estar Social e cobravam maior equilíbrio social e a moralização de práticas negociais. Notou-se o surgimento de limites à anterior autonomia da vontade e liberdade de contratação com repercussão na esfera contratual das relações jurídicas, em especial no direito do trabalho.^{27_28_29}

Civil da República dos Estados Unidos do Brasil anotado. Rio de Janeiro: F. Briguiet & Cia., 1917, p. 988 *Apud*. COELHO, Fabio Ulhoa. *Tratado de direito comercial*. v.5, São Paulo: Saraiva, 2015. p. 407).

26 “Esta técnica de conclusão dos negócios (*por contratos padronizados*) começa a afirmar-se, de modo significativo – na prática dos mercados capitalistas – sobretudo na época subsequente à Revolução Industrial do início do século dezenove. Na Europa desses anos, os progressos das técnicas produtivas, a descoberta de novas fontes de energia e a mais racional e intensa utilização das já conhecidas, a diferente organização do trabalho no interior das empresas, a crescente dimensão destas (e do volume dos capitais nelas empregues) atingem todos os sectores da economia com um impacto sem precedentes. E por reflexo directo destas transformações, cada um dos sectores conhece – em várias formas e medidas – a estandardização das relações contratuais que se desenrolam no seu seio”. (ROPPO, Enzo. *O contrato*. Coimbra: Almedina, 1988. p. 313).

27 MARQUES, Claudia Lima. *Contratos no Código de Defesa do Consumidor: o novo regime das relações contratuais*. 9. ed. São Paulo: RT, 2019. p.150.

28 “Coincide, em certa medida, por isso mesmo, o movimento teórico de sustentação do direito de trabalho com construções antiformalistas surgidas no final dos anos 60 do século passado, que se opunham aos princípios dogmáticos do direito privado, inflexíveis no assegurar a vontade do proprietário e d contratante. Em certa medida, o crescimento do direito do trabalho, na segunda metade do século XX, coincide com a legitimação política do Welfare State e se aproxima a formulações teóricas que, na tentativa de romperem com a lógica da igualdade formal, notabilizaram-se como o *uso alternativo do direito*. A afirmação de direitos subjetivos extraproprietários, capazes de vergar as forças hegemônicas e de fazer prevalecer direitos so-

No Brasil, o governo Vargas instituiu em 1939, dentro de um contexto desenvolvimentista, o Instituto de Resseguros do Brasil (“IRB”) com a competência de “regular os resseguros no país e desenvolver as operações de seguros em geral”, detendo o monopólio de todo o excedente de retenção própria em cada risco isolado das seguradoras. Exercia, assim, a atividade resseguradora no País de forma monopolista.³⁰

Na prática, o IRB, nesse cenário de resseguro obrigatório,³¹ implementava para o setor securitário modelos contratuais rígidos, com coberturas e clausulados padronizados, que sofriam inclusive com o influxo de cláusulas estrangeiras meramente traduzidas à língua portuguesa e em desconformidade com a realidade fática e/ou jurídica nacional.³²

ciais, afigurava-se sediciosa, sendo significativa a alusão, por parte de conceituado teórico do direito francês, à criação de *contradireitos*”. (grifos do original) (TEPEDINO, Gustavo. Direito civil e direito do trabalho: diálogo indispensável. In: TEPEDINO, Gustavo, et al. (coords.). *Diálogos entre o direito civil e o direito do trabalho*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013. p. 14 – 45).

29 “[...] a evolução política e econômica da sociedade, desde o final do Século XIX, exigiu a interferência do Estado nas relações privadas, mitigando-se a força vinculante da vontade negocial. Especialmente diante de situações específicas de vulnerabilidade, arrefeceu-se a tutela concedida ao interesse individual em favor de outros interesses jurídicos socialmente protegidos. Por conta da eclosão de movimentos sociais, no Brasil e alhures, a intervenção nas atividades contratuais incidiu primeiramente nas relações laborais, tendo sido o direito do trabalho precursor do que se convencionou chamar de *dirigismo contratual*, destinado a proteger a parte mais desfavorecida – técnica e economicamente – do contrato de trabalho”. (grifo do original) (TEPEDINO, Gustavo. Evolução da autonomia privada e o papel da vontade na atividade contratual. *Revista do Ministério Público do Rio de Janeiro*, Rio de Janeiro, n. 53, jul./set. 2014, p. 144 – 145. Disponível em: https://www.mprj.mp.br/documents/20184/2489757/Gustavo_Tepedino.pdf. Acesso em: 04 set. 2025.)

30 Artigo 1º do Decreto-Lei nº 1.186, de 3 de abril de 1939.

31 As seguradoras que realizassem operações de resseguro junto a ressegurador que não o IRB estavam sujeitas, além da nulidade da operação, à cassação da sua autorização para funcionar no País (v. Artigo 30, Decreto-Lei nº 1.186/1939).

32 “Se tal gênese marca os contratos em vários institutos, não se pode afastar também o olhar da realidade havida no final da primeira metade do século passado, com o advento do IRB e toda a política para o mercado de seguros a partir dali estabelecida, com muita intervenção

Com a expansão do Sistema Nacional de Seguros Privados e a introdução das figuras do CNSP e da SUSEP para atuarem na regulação e fiscalização da atividade seguradora no Brasil promovidas pelo Decreto-Lei nº 73/1966, a ingerência estatal nos contratos de seguros - embora a partir de então exercida em outro formato - permaneceu.

Mesmo após a quebra do monopólio do IRB, no início do século XXI, o Estado continuou a apoiar-se nos fundamentos de ordem pública e interesse público para praticar o dirigismo contratual no que tange os contratos de seguro, ora de maneira mais ostensiva, ora de maneira mais flexível.³³

Com a transição do Estado Liberal para o Estado Social, as declarações de vontade expressas nos contratos deixaram de ser examinadas exclusivamente sob a ótica da legalidade, passando a ser submetidas, igualmente, a juízos valorativos pautados em critérios subjetivos de legitimidade social das disposições convencionadas. A realização da segurança jurídica social, como cerne do interesse social, migrou para o foco da análise das relações contratuais.³⁴³⁵

nos modelos contratuais, inclusive com registros de grandes padronizações”. (BELTRÃO, Irapuã Gonçalves de Lima. *Revista da AGU*, Brasília, DF, v. 22, n. 1, jan./mar. 2023. p. 97).

33 “Esta modalidade (*a de contrato normativo, cujo conteúdo normativo a ser pactuado entre os sujeitos estará limitado pela atividade reguladora estatal, normalmente para proteger uma das partes reconhecida como mais subjugada naquela situação*), de certa forma, esteve bastante presente na história dos contratos de seguro na medida que os órgãos governamentais responsáveis pela implantação das políticas para o sistema securitária (*sic*) costumeiramente se valeram daquele argumento de proteção ou preservação de interesses para padronizar condições contratuais ou mesmo os instrumentos formais da contratação. Mais do que um simples registro histórico de que diversas modalidades de coberturas securitárias assim eram determinadas, é fácil encontrar os fundamentos para isto nas competências descritas no Decreto-lei nº 73/66 para o Conselho Nacional de Seguros Privados – CNSP ou para a Superintendência de Seguros Privados – SUSEP. Em nome e no exercício de tais competências foram definidos planos padronizados, conteúdos contratuais, condições gerais estabelecidas, entre outras formas de normatização e dirigismo ativo.” (BELTRÃO, Irapuã Gonçalves de Lima. *Revista da AGU, Brasília*, v. 22, n. 1, jan./mar. 2023.106–107).

34 CAMINHA, Uinie; LIMA, Elisberg Francisco Bessa. Intervenção do Estado na liberdade contratual: análise da teoria da utilidade negocial. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, jan./dez. 2008. p. 201 e 205.

Como frisam Uinie Caminha e Elisberg Lima:

O Estado volta-se para a sua concepção social, em que a liberdade contratual se torna limitada, em nome do protecionismo do interesse coletivo e de um substancial equilíbrio entre os contratantes. A subordinação econômica dos contratos é demonstrada, sob o argumento de que a igualdade jurídica não pode prevalecer diante da desigualdade fático-econômica. Logo, necessário se tomaria o dirigismo contratual por parte do Poder Público, para assegurar equilíbrio de forças entre os particulares.³⁶

De fato, a promulgação da Constituição Federal e o fenômeno de constitucionalização do Direito Civil e de posicionamento dos princípios e valores constitucionais como conformadores de todo o ordenamento jurídico pátrio, forçaram a reavaliação da estruturação e aplicação das normas que disciplinam a atividade securitária no Brasil sob nova perspectiva. Cabe, contudo, indagar se a postura que vem sendo adotada para o setor de seguros nacional no que diz respeito aos seguros grandes riscos caminhou certo ou se reclama ajustes. É o que será visto adiante.

3. Contratos de seguro de grandes riscos e massificado.

O fato de a operação das seguradoras no Brasil ser altamente

35 “A legislação na matéria é ampla e nem sempre muito coordenada e a regulamentação tem evoluído no tempo, de acordo com a prática, que, no setor, é fecunda e adquire a maior relevância, pois, muitas vezes, precede à elaboração das normas. Por outro lado, as práticas e regulamentações estrangeiras estão sendo assimiladas muito rapidamente, ensejando, algumas vezes, adaptações ou transposições defeituosas ou nas quais as partes não entendem qual é o sentido exato e as finalidades básicas do contrato firmado”. (WALD, Arnoldo. Novos aspectos do contrato de seguro. *Revista de Direito Mercantil*, v. 37, n. 113, p. 53–63, jan./mar., 1999. p.55. Disponível em: <https://rdm.org.br/wp-content/uploads/2024/09/53-63.-WALD-Arnoldo.-Novos-aspectos-do-contrato-de-seguro.pdf>. Acesso em 04 set. 2025).

36 BELTRÃO, Irapuã Gonçalves de Lima. *Revista da AGU*, Brasília, DF, v. 22, n. 1, jan./mar. 2023. p. 205.

regulada, impacta diretamente os contratos de seguros por elas celebrados. O diálogo constante, dinâmico e cambiante, entre a regulação, enquanto um conjunto de normas destinadas a ordenar a atividade econômica, e os diversos interesses existentes enseja diferentes limitações impostas de tempos em tempos pelo órgão regulador na busca pelo equilíbrio entre as forças sócio-econômicas presentes.

No setor de seguros, os delineados dessa regulação são fortemente determinados por fatores relacionados à necessidade de proteção dos segurados face à assimetria informacional que adquire maior relevância pela classificação da grande parte dos contratos de seguro como de adesão. Mister, portanto, entender se os contratos de seguro de grandes riscos podem ser enquadrados como contratos de adesão atraindo, assim, uma intervenção estatal mais direta por meio da regulação e do estabelecimento de produtos padronizados ou extensos clausulados obrigatórios, ou não.

Os contratos de seguros tidos como grandes riscos representam aqueles diretamente relacionados a segurados ou tomadores de grande dimensão e porte econômico, em geral, pessoas jurídicas – inclusive aquelas aparentemente de menor porte, mas parte de um grupo econômico – e/ou relacionados à extensão do interesse ou garantia ou a certos ramos de negócio.

De forma sucinta, pode-se definir o contrato de adesão como aquele em que uma das partes adere a cláusulas preestabelecidas em bloco pela outra parte, sem ter participação na sua formulação.³⁷ Ou-

37 “[...] uma das partes tem de aceitar, em bloco, as cláusulas estabelecidas pela outra, aderindo a uma situação contratual que encontra definida em todos os seus termos. O consentimento manifesta-se como simples adesão a conteúdo preestabelecido da relação jurídica. [...] a aceitação em bloco de cláusulas preestabelecidas significa que o consentimento se dá por adesão. Na observação de Saleilles (*ao estudar na parte geral do Código Civil alemão a declaração de vontade*), uma das partes dita a sua lei não mais a um indivíduo, mas a uma coletividade indeterminada. Não importa, desse modo, que as cláusulas predeterminadas integrem, mediante incorporação ou remissão, o conteúdo de todos os contratos, nem se altera a configuração por ser a predeterminação obra de terceiro, como na hipótese de provir de regulamento do poder público. Visto sob o ângulo da formação dos vínculos pessoais, patenteia-se o mesmo

tras características também podem ser extraídas desses contratos, como a uniformidade, abstratividade, rigidez e generalidade das suas cláusulas.³⁸

De fato, é uma estrutura de contratação reclamada pelas necessidades da vida econômica, já que a contratação de forma individualizada inviabilizaria o desenvolvimento de certas atividades econômicas, tanto por força da necessária agilidade e capilarização das contratações, quanto pelo dever de se garantir condições similares e não discriminatórias ao público em geral.

Essa configuração revela a prevalência da vontade de um dos contratantes, não tanto por sua força econômica isoladamente considerada, mas em razão do contexto em que se insere e da natureza dos interesses que busca atender. Em diversos contextos, especialmente na prestação de determinados serviços, a celebração de contratos segundo o modelo clássico de negociação bilateral se mostra impraticável.

processo de estruturação, porquanto uma das partes adere a cláusulas, que tem de aceitar globalmente, sem ter participação da sua formulação”. (GOMES, Orlando. *Contratos*. 26.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007. p.128 – 131). (grifou-se)

38 “A exagerada preocupação de analisar, do ângulo clássico, a formação do vínculo contratual conduziu parte da doutrina a qualificar como contrato de adesão toda relação jurídica de constituição bilateral em que o consentimento de uma das partes há de consistir, por circunstâncias diversas, na aprovação irrecusável das cláusulas ditadas pelo outro contratante. Confundem-se, desse modo, figuras distintas. O modo de consentir não é bastante para caracterizar o contrato de adesão. Outras particularidades, tais como a uniformidade e abstratividade das cláusulas pré-constituídas unilateralmente, são indispensáveis à sua configuração. [...] A rigidez das condições gerais caracteriza ainda o contrato de adesão mas é, antes, um desdobramento dos outros traços distintivos. As cláusulas são rígidas porque devem ser uniformes e não seria possível flexibilidade, porque desfiguraria a espécie. [...] Se bem que a pré-constituição do esquema contratual para ser adotado pelas partes seja considerada-o traço mais forte da figura, só adquire esse relevo se incorpora o sentido de generalidade - requisito que entende com a função mesma do regulamento contratual preexistente. Não se elabora as cláusulas gerais senão para regular uniformemente futuros e eventuais vínculos contratuais. [...] O que caracteriza o contrato de adesão propriamente dito é a circunstância de que aquele a quem é proposto não pode deixar de contratar, porque tem necessidade de satisfazer a um interesse que, por outro modo, não pode ser atendido.” (GOMES, Orlando. *Contratos*. 26.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007. p. 132, 140 e 141)

Nessa perspectiva, o contrato de adesão emerge como resposta às condições econômicas e sociais específicas que moldam tais relações jurídicas, sendo seu elemento distintivo a determinação das condições daquela contratação por apenas uma das partes.³⁹

Essa é a maneira de formação dos vínculos pessoais mais presente no mercado de seguros nacional quando se tem em vista os contratos massificados. Os seguros denominados massificados configuram relações em que uma mesma estrutura contratual é aplicada uniformemente a uma vasta coletividade de segurados. Essa modalidade de seguro caracteriza-se pela padronização das condições gerais, ausência de negociação individualizada e, sobretudo, por um desequilíbrio estrutural entre as partes decorrente de acentuada assimetria informacional. Tal assimetria coloca o segurado em posição de desvantagem frente à seguradora, que detém domínio do conteúdo contratual e maior expertise técnica e jurídica.

Diante desse cenário, o ordenamento jurídico brasileiro, por meio da legislação e da regulamentação setorial, atua como instrumento de reequilíbrio contratual, na busca por mitigar a hipossuficiência técnica e econômica do segurado, promovendo maior transparência, acesso à informação e proteção jurídica ao aderente, que figura como parte vulnerável na relação.

Se isso ocorre nos seguros massificados, não é o que se passa nos seguros de grandes riscos.⁴⁰

39 “O traço característico do contrato de adesão reside verdadeiramente na possibilidade de predeterminação do conteúdo da relação negocial pelo sujeito de direito que faz a oferta ao público. Os outros traços apontados ajudam, entretanto, a reconhecê-lo. A oferta é, por assim dizer, o contrato potencial. Não pode ser modificada, já que a situação jurídica em que se vai colocar há de ser igual à de todos que a aceitarem, nem admite discussão, o que não sucede nos contratos normais. No fundo, portanto, o contrato é, no seu conteúdo, obra exclusiva de uma das partes”. (GOMES, Orlando. *Contratos*. 26.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007. p. 139)

40 De acordo com a exposição de motivos da Circular SUSEP nº 621/2021: “[...] Pode-se afirmar que o tratamento (*internacional*) dado para ambos os grupos (*seguros massificados e seguros grandes riscos*) é bem mais flexível do que a abordagem regulatória do caso brasileiro, ainda que a definição dos grupos varie entre as economias. Os órgãos reguladores internacionais

Como visto acima, o seguro de grandes riscos é marcado por sua complexidade e vultosidade atrelados aos fins que se destina. Envolve, essencialmente, a contratação entre partes em situação de esperada paridade, com similares recursos do ponto de vista técnico, jurídico e, inclusive, econômico, o que não atrai a necessidade de aplicação de regras jurídicas especiais que assegurem a igualdade material entre os contratantes.⁴¹

O tratamento regulatório diferenciado entre os seguros massificados e de grandes riscos é, há algum tempo, discutido no setor. A Deliberação Susep nº 234, de 05 de março de 2020, que aprovou o plano de regulação da autarquia para 2020, já registrava essa necessidade:

Seguro de Danos – Estruturação das Condições Contratuais e das Notas Técnicas Atuariais Atualização da regulamentação vigente sobre a estruturação mínima das Condições Contratuais e das Notas Técnicas Atuariais dos Contratos de Seguros

preocupam-se mais com a solvência das seguradoras e com a definição de princípios e guidelines relativos a deveres fiduciários, de conduta e de transparência com o consumidor do que com a padronização de produtos e estipulação de clausulados obrigatórios. [...] Para os seguros massificados, além dos princípios gerais que envolvem qualquer negociação/contratação, em alguns casos observa-se a estipulação de regras gerais envolvendo produtos específicos. De toda forma, há um nítido destravamento do desenvolvimento do mercado quando comparado à experiência brasileira, uma vez que não são fixados pelos órgãos reguladores produtos padronizados e nem extensos clausulados obrigatórios ou que produzem efeitos como se obrigatórios fossem”. (grifou-se)

41 Manifestou-se a SUSEP sobre o tema em sede da Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 7074, de Relatoria do Ministro Gilmar Mendes, da seguinte forma: “[...] nos seguros classificados como grandes riscos, o porte econômico e capacidade técnica dos segurados reduz drasticamente - ou elimina - a presença de assimetria de informações relacionadas ao negócio, havendo significativa capacidade negocial das partes, demandando assim, necessidade de intervenção subsidiária do regulador. Outro aspecto a destacar é que os seguros dessa espécie envolvem contratos de montas elevadas, requerendo subscrição especializada e intenso gerenciamento de risco, que devem ser adaptados à realidade da operação do negócio. Nesta situação, maior liberdade e autonomia negocial são fundamentais para a eficiência, fomento da atividade e maior flexibilidade na oferta de produtos e estruturas de seguros aos contratantes”.

ros de Danos, *observando os aspectos distintos entre seguros massificados e grandes riscos.* (grifou-se)

Isso decorre, inclusive, da própria vocação regulatória da SUSEP, que tem o dever de tratar uniformemente os indivíduos, em nome do princípio da igualdade; vista, por óbvio, sob a perspectiva da igualdade material, princípio incrustado na Constituição Federal, que se projeta ao Direito dos Seguros e orienta a compreensão e a aplicação das normas relativas à atividade securitária.⁴²

Nesse sentido, a SUSEP, na exposição de motivos da Circular SUSEP nº 621, de 12 de fevereiro de 2021, que estabelece regras e critérios para a operação dos seguros de danos massificados de maneira apartada dos de grandes riscos, foi certeira:

16. Até então regulada nos termos da Circular nº 256/2004 (norma geral de seguros de danos), a primeira importante alteração proposta é separar a regulação de seguros de danos para coberturas de riscos massificados e para coberturas de grandes riscos. *O objeivo é diferenciar o tratamento regulatório desses mercados, que têm características bastante distintas. O racional econômico está relacionado à presunção sobre a capacidade de negociação da parte contratante do seguro. A regra atual assume implicitamente que um consumidor individual (contratando um seguro de carro, por*

42 Lembra-se que: “Assim, toda a dependência e subordinação do regulamento à lei, bem como os limites em que se há de conter, manifestam-se revigoradamente no caso de instruções, portarias, resoluções, regimentos ou normas quejandas. Desatendê-los implica inconstitucionalidade. A regra geral contida no art. 68 da Carta Magna, da qual é procedente inferir vedação a delegação ostensiva ou disfarçada de poderes legislativos ao Executivo, incide e com maior evidência quando a delegação se faz em prol de entidades ou órgãos administrativos sediados em posição jurídica inferior à do Presidente e que se vão manifestar, portanto, mediante atos de qualificação menor.” (Mello, Celso Antonio Bandeira de. *Curso de Direito Administrativo*. 32.ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2015. p. 378).

exemplo) tem a mesma capacidade de negociação de uma empresa de maior porte (contratando um seguro de petróleo, por exemplo).

17. Naturalmente essa hipótese, mesmo que implícita, não é razoável. Nesse sendo, opta-se por separar a regulação aplicada ao grupo de seguros massificados da regulação aplicada ao grupo de seguros de grandes riscos com o objevo de *produzir uma regulação menos interventiva e que seja proporcional à necessidade de proteção dos agentes que sofrem as falhas de mercado*. Nesse caso, *a falha de mercado relevante é a assimetria de informação e os agentes que tendem a precisar de alguma proteção regulatória são os consumidores individuais e empresas de menor porte*. Não obstante, essa regulação não deve produzir efeitos negativos (falhas de governo) maiores que as falhas de mercado que busca compensar. Por isso *a opção regulatória deve ser aquela que representa a menor intervenção possível para um dado objetivo*.

18. Por outro lado, o argumento acima não é forte quando aplicado a empresas de maior porte quando atuam como partes contratantes das seguradoras (segurados ou potenciais segurados). Nesse sendo, *é razoável presumir que esses agentes têm capacidade de negociação equilibrada (paritária) frente às seguradoras*. Dessa forma, *do ponto de vista econômico torna-se preferível que a liberdade contratual prevaleça sobre a intervenção regulatória*. Há, ao mesmo tempo, menos falhas de mercado (a assimetria de informação é baixa ou inexistente) e menos falhas de governo (inerentes à regulação econômica), o que naturalmente gera um resultado mais eficiente. (grifou-se)

Com o advento da Resolução CNSP nº 407/2021, foi sacramentada essa distinção de tratamentos.⁴³ Enquanto os seguros massificados eram contratados por meio de contratos de adesão, os seguros grandes riscos o eram por meios que não guardavam identidade perfeita com os contratos de adesão.

Nos contratos de grandes riscos o arcabouço fático é muito diferente. Não se identifica a adesão em bloco a um clausulado por diversos segurados. De fato, a regulamentação oferece às seguradoras a liberdade de praticar “condições contratuais livremente pactuadas entre segurados e tomadores, ou seus representantes legais, e a sociedade seguradora”, “negociadas e acordadas, de forma que haja manifestação de vontade expressa dos segurados e tomadores, ou de seus representantes legais, e da sociedade seguradora”.⁴⁴

43 Art. 2º, Entendem-se como contratos de seguros de danos para cobertura de grandes riscos aqueles que apresentem as seguintes características: I - estejam compreendidos nos ramos ou grupos de ramos de riscos de petróleo, riscos nomeados e operacionais – RNO, global de bancos, aeronáuticos, marítimos e nucleares, além de, na hipótese de o segurado ser pessoa jurídica, crédito interno e crédito à exportação; ou II - demais ramos, desde que sejam contratados mediante pactuação expressa por pessoas jurídicas, incluindo tomadores, que apresentem, no momento da contratação e da renovação, pelo menos, uma das seguintes características: a) limite máximo de garantia (LMG) superior a R\$ 15.000.000,00 (quinze milhões de reais); b) ativo total superior a R\$ 27.000.000,00 (vinte e sete milhões de reais), no exercício imediatamente anterior; ou c) faturamento bruto anual superior a R\$ 57.000.000,00 (cinquenta e sete milhões de reais), no exercício imediatamente anterior. § 1º Também poderão ser considerados seguros de danos para cobertura de grandes riscos, na forma prevista no inciso II deste artigo, aqueles seguros que tenham sido contratados, por meio de uma apólice individual, por mais de um tomador ou segurado, desde que, ao menos um dos tomadores ou segurados apresentem, pelo menos uma das características constantes das alíneas "b" ou "c" deste inciso. § 2º No caso do seguro garantia, o contrato também poderá ser classificado como de grandes riscos se o tomador ou segurado pertencer a um grupo econômico que atenda as disposições contidas nas alíneas "b" e "c" deste inciso, devendo constar na apólice expressa menção ao vínculo existente, de forma clara e objetiva. § 3º A hipótese prevista no parágrafo anterior aplica-se apenas ao tomador ou segurado que possua personalidade jurídica própria e integre grupo econômico sob controle ou direção administrativa comum ou ainda sob o mesmo controle acionário.

44 Artigo 4º, Resolução CNSP nº 407/2021.

A especialização e o poder econômico-financeiro do tomador ou segurado, conforme o caso, permitem-lhe a negociação de diversas condições centrais, destacando essa relação da clássica adesão marcada pela hipossuficiência. A prática demonstra que as características essenciais dos contratos de adesão relacionadas a consentimento, uniformidade, abstratividade, rigidez e generalidade, não são identificadas em conjunto nos seguros grandes riscos e, quando o são, aparecem de forma mitigada.

A SUSEP firmou entendimento sobre esses contratos em sede da Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 7074, de Relatoria do Ministro Gilmar Mendes, por meio da qual o Supremo Tribunal Federal discute a constitucionalidade da Resolução CNSP nº 407/2021, que vale transcrever:

Destacamos que o seguro de grandes riscos, conforme definido na Resolução CNSP nº 407/2021, é regido por "condições contratuais livremente pactuadas entre segurados e tomadores, ou seus representantes legais, e a sociedade seguradora". Portanto, entendemos que *não se trata de contrato típico de adesão*, mas sim de contrato firmado com a expressa anuência das partes. Ademais, a motivação de estruturação do normativo em discussão foi de justamente alinhar os interesses de segurados contratantes de seguros de grandes riscos, no sentido de trazer mais flexibilidade de negociação de termos e condições, permitindo, assim, maior oferta de produtos e serviços securitários, inclusive com redução do custo das coberturas contratadas. [...] O normativo parte do princípio básico de que ninguém melhor que o próprio segurado que contrata seguros de grandes riscos para definir os termos e condições que melhor se adequem às suas expectativas e interesses. (grifou-se)

Ainda que se entendesse que esses contratos seriam contratos de adesão atípicos, eles não estariam sob o regime do direito consumerista. É o que se extrai ao trazer a lume os ensinamentos de Gustavo Tepedino, Carlos Nelson Konder e Paula Greco Bandeira:

Difusamente praticado nas relações de consumo, *os contratos de adesão são encontrados também em relações civis e empresariais*, como, por exemplo, nos contratos de locação, de franquia e de arrendamento mercantil. Por essa razão, estabelece o Código Civil duas regras aplicáveis aos contratos de adesão mesmo aqueles imunes à incidência da normativa consumerista. Em primeiro lugar, determina o art. 423 que, diante de cláusulas ambíguas ou contraditórias, deve prevalecer a interpretação mais favorável ao aderente, em atendimento ao princípio geral de que a clareza é ônus de quem estipula os termos do contrato (*interpretatio contra stipulatorem*). Mais incisiva é a regra cominada no art. 424, que determina regime de validade diferenciado para cláusulas contidas no contrato de adesão, coibindo qualquer cláusula que implique renúncia a direito resultante da natureza do negócio.⁴⁵ (grifou-se)

Importante lembrar que a classificação do contrato segundo o modo de formação do vínculo não deixa suas partes sem proteção jurídica em caso de lesão a direitos. A diferença estará apenas na determinação de qual ou quais diplomas serão aplicáveis ao caso concreto.⁴⁶

45 TEPEDINO, Gustavo. KONDER, Carlos Nelson. BANDEIRA, Paula Greco. Fundamentos do direito civil. Contratos. v. 3. Rio de Janeiro: Forense, 2020. p. 78 *Apud* Goldberg, Ilan; BERNARDES, Guilherme. *Os seguros para grandes riscos, os seguros massificados e o princípio da isonomia*. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/392675/os-seguros-para-grandes-riscos-e-os-seguros-massificados>. Acesso em: 09 set. 2025.

46 “A confusão entre os contornos do direito comercial e do direito do consumidor pode com-

Isso se traduz em que, aos contratos de seguros de grandes riscos, identificados como contratos empresariais, será aplicável um regime jurídico regido pela liberdade das partes, consentâneo com a esperada paridade em tais relações, como requer a Lei de Liberdade Econômica, sob pena de se tratar os iguais de maneira desigual, violando-se, assim, o princípio constitucional da isonomia.⁴⁷

Nessa modalidade de contratação, o contrato não possui, portanto, um clausulado predeterminado e pré-aprovado junto à SUSEP, imutável. Apesar de haver determinadas cláusulas-padrão que devem, por força regulamentar, constar de quaisquer contratos de seguro em geral e daqueles de dano, cabe às partes, em conjunto, estabelecer os pormenores da relação contratual de modo a alocar de maneira personalizada os riscos objeto do seguro.⁴⁸

Abre-se parêntese para notar que a busca pela promoção de maior justiça nas relações econômicas não afasta a importância do

prometer a percepção dos fundamentos do primeiro. As matérias possuem lógicas diversas, de forma que a aplicação do Código do Consumidor deve ficar restrita às relações de consumo, ou seja, àquelas em que as partes não se colocam e não agem como *empresa*. Ao contrário, se o vínculo estabelece-se em torno ou em decorrência da *atividade empresarial* de ambas as partes, premidas pela busca do lucro, não se deve subsumi-lo à lógica consumerista, sob pena de comprometimento do bom fluxo de relações econômicas. Isso não significa que o empresário em posição de sujeição ao poder do outro não seja digno de tutela. Todavia, essa proteção deverá se dar em conformidade com as regras e os princípios típicos do direito mercantil e não da lógica consumerista, incompatível com as premissas daquele sistema”. (FORGIONI, Paula A. *Contratos Empresariais*: teoria geral e aplicação. 4.ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2009. p. 32).

47 “Os contratos com consumidores [ou ‘B2C’, na terminologia estadunidense] não mais integram o direito comercial. A evolução e a consolidação do direito do consumidor como ramo autônomo em relação ao civil e ao comercial desautoriza a projeção dos contratos mercantis de forma ampla, como se ainda abrangessem todos ‘i rapporti pertinenti ad un’impresa’, na linha da doutrina tradicional. Outrora, do ponto de vista subjetivo, a presença de uma única empresa [ou comerciante] na relação bastava para atribuir comercialidade ao contrato; hoje essa qualificação requer que o vínculo jurídico seja estabelecido apenas entre empresas”. *Idem*. p. 28 e 29.

48 Esse é o cenário atualmente vigente, antes do início da vigência da Lei de Seguros e da reforma das normas infralegais sobre seguros de danos e seguros de grandes riscos.

pacta sunt servanda no universo dos contratos privados, em especial naqueles celebrados entre partes contratando em paridade. De fato, é a função de segurança jurídica desse princípio que assegura a utilidade do próprio contrato.⁴⁹

O que ocorre é que se observa recentemente no mundo dos seguros o que Angélica Carlini pontuou como:

o desenvolvimento de certa cultura de que contratos não precisam ser cumpridos e podem ser discutidos a qualquer momento e por qualquer motivo, além do que também não precisam ser lidos e conhecidos, porque as decisões judiciais são sempre favoráveis às partes mais vulneráveis economicamente, ainda que não tenham provado que são consumidores.⁵⁰

A funcionalização do contrato reclamada pelo processo de constitucionalização e que inegavelmente impõe mudanças no âmbito do direito contratual não encerra salvo-conduto para que uma das partes se exima das obrigações contratualmente assumidas em detrimento do *pacta sunt servanda*.⁵¹⁻⁵² Fecha-se parêntese.

49 GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz; DIAS, Laura Osório Bradley dos Santos. A importância do nexos causal na Teoria da Onerosidade Excessiva Guedes. In: GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz; MONTEIRO FILHO, Carlos Edison do Rêgo (Org.). *Regime jurídico da pandemia e relações privadas*. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2022. p. 309.

50 CARLINI, Angélica Lucía. Dirigismo contratual, a judicialização das relações contratuais e o impacto nos contratos de seguro. In: TZIRULNIK, Ernesto; BLANCO, Ana Maria; CAVALCANTI, Carolina; XAVIER, Vítor Boaventura (org.). *Direito do Seguro Contemporâneo*: Edição comemorativa dos 20 anos do IBDS. V.2. São Paulo: Editora Contracorrente, 2021. p. 399.

51 Parafrazeia-se aqui Aline Terra e Gisela Sampaio que, no contexto da teoria do adimplemento substancial, concluíram que "(a) teoria (do adimplemento substancial) não encerra, por isso mesmo, salvo-conduto para que o devedor se exima das obrigações contratualmente assumidas. Por mais que o Direito Contratual tenha avançado e se modificado nos últimos tempos, não se pode esquecer que *pacta sunt servanda*, e tal princípio, atenuado que esteja, vale também para as relações de consumo. [...] A aplicação da teoria de forma incontida, ou mesmo na ausência do seu suporte fático de incidência, gera consequências desastrosas, já que altera toda

A conferência de disciplina própria ao seguro de grades riscos é consentânea com a Lei de Liberdade Econômica, que cristalizou os valores da livre iniciativa e do livre exercício de atividade econômica, assegurados constitucionalmente como fundamentos da República e guias da ordem econômica nacional, instituindo normas para disciplinar a organização e a relação entre as próprias normas jurídicas tendo por foco o desenvolvimento das atividades empresariais.⁵³

Nesse contexto, como já ressaltado em artigo desta pesquisadora, a lei:

[...] forçou a Susep a reavaliar sua atuação e estabelecer marcos para mudanças no mercado local, na busca por se adequar aos princípios norteadores da lei em direção à intervenção mínima, prevenção ao abuso do poder regulatório e elaboração de uma agenda compatível com a inovação e o pleno desenvolvimento econômico do setor de seguros nacional.⁵⁴

a lógica do Sistema.” (TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Adimplemento substancial e tutela do interesse do credor: análise da decisão proferida no REsp 1.581.505. *Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil*, Belo Horizonte, vol. 11, p. 95-113, jan./mar. 2017. p. 112).

52 “Contudo, se a igualdade contratual é hoje relativizada, embora antes não o fosse, quando outras eram as condições de vida, e outro era o meio econômico e social, mesmo assim não se pode considerar irrelevante o princípio da autonomia da vontade nem que do regime da plena liberdade de contratar se deve passar ao do intervencionismo rígido”. (FACHIN, Luiz Edson; BREKAILO, Uiara Andressa. Apontamentos sobre aspectos da reforma do Código Civil Alemão na perspectiva e um novo arquétipo contratual. *In: GONÇALVES, Fernando (Coord.). Superior Tribunal de Justiça: doutrina: edição comemorativa, 20 anos*. Brasília: STJ, 2009. p. 155).

53 JARDIM, Mariana Cavalcanti. *Anticorrupção no setor securitário brasileiro: um estudo à luz da Lei n. 12.846/2013*. 1.ed. Rio de Janeiro: Editora Processo. p. 136 e 137.

54 JARDIM, Mariana Cavalcanti. Os impactos da lei de liberdade econômica no mercado securitário. *In: BARBOSA, Heloisa Helena et al. (Org.). O Futuro do Direito*. Rio de Janeiro: Processo, 2022. p. 353.

A partir da Lei de Liberdade Econômica, foi possível verificar uma mudança de postura da SUSEP. A clara “necessidade de se eliminar barreiras regulatórias desnecessárias ou excessivas, de modo a afastar o excesso de intervenção regulatória”, deixou espaço para o exercício pela SUSEP de sua vocação como fomentadora da expansão e inovação no mercado de seguros, em especial no que diz respeito aos contratos de seguro.⁵⁵

Lembra-se, contudo, que esse dever de evitar os excessos de intervenção estatal, seja em quantidade ou em extensão de regulação, embora positivado pela Lei de Liberdade Econômica, tem origem direta nos valores constitucionais e, por isso, já era devido pela Administração Pública antes mesmo da publicação dessa lei.⁵⁶

Quando se trata de contratos empresariais como os de seguro de grandes riscos, pode-se presumir que a relação entre essas partes é simétrica. Repise-se que se trata de seguros de negócios vultosos, tanto em valores como em tamanho, como, por exemplo os de petróleo, global de bancos, aeronáuticos, marítimos e nucleares, e de tomadores ou segurados com ativos em montante superior a R\$ 27 milhões ou com faturamento anual superior a R\$ 57 milhões. Não se trata de contratação em que seja verificada assimetria informacional

55 Em que pese os questionamentos do ponto de vista civilista acerca da falta de acurácia técnica legislativa na modificação de importantes institutos de direito privado, a Lei de Liberdade Econômica trouxe impactos positivos para fins regulatórios de seguros. Sobre as críticas à lei, v. TEPEDINO, Gustavo. A MP da liberdade econômica e o direito civil. *Revista Brasileira de Direito Civil*, [S. l.], v. 20, n. 02, p. 11, 2019. Disponível em: <https://rbdcivil.ibdcivil.org.br/rbdc/article/view/421>. Acesso em 9 out. 2025.;

56 “Na busca pelo distanciamento da figura do Estado intervencionista, a Susep é obrigada a voltar-se para si e rever seu posicionamento face às importâncias que, embora já existentes, estavam esquecidas. Assume, portanto, o papel de reverberar valores de liberdade econômica até então sufocados por um marco regulatório excessivamente intervencionista e multiplicador de insegurança jurídica”. (JARDIM, Mariana Cavalcanti. Os impactos da lei de liberdade econômica no mercado securitário. In: BARBOSA, Heloisa Helena et al. (Org.). *O Futuro do Direito*. Rio de Janeiro: Processo, 2022; p. 354).

merecedora da tutela do Estado. As partes aqui são sofisticadas e têm poder para contratar em igualdade de condições, razão pela qual se deve privilegiar a liberdade das partes nessa contratação e oferecer proteção à vontade declarada no contrato, por meio da intervenção regulatória mínima. É a plena realização da garantia constitucional à liberdade econômica.⁵⁷

Os benefícios ao mercado no tratamento dessa modalidade de contratos de seguros com menor intervenção regulatória no que toca seus clausulados e coberturas, permitindo maior liberdade comercial a partes em situação econômico-jurídica simétricas, são diversos. Além de promover a livre concorrência, a possibilidade de customização de coberturas, limites de responsabilidade, franquias, exclusões, etc., fomenta a inovação e o crescimento direto do mercado local de seguro e indireto de resseguro. A sofisticação de produtos permite a correta mitigação de riscos de negócios e empreendimentos de grande monta e relevância para o País, sem contar a redução dos custos de observância regulatória, mostrando-se como clara oportunidade para o Brasil alinhar-se às melhores práticas internacionais e se desenvolver economicamente.⁵⁸

57 O privilégio ao princípio da autonomia da vontade não significa, contudo, que a liberdade contratual deva ser exercida sem limites. A concepção clássica de que a autonomia privada permitiria que as partes contratassem livremente com base no jogo de vontades individual há muito foi ultrapassada e substituída pela convicção de que ela é meio promotor dos objetivos constitucionalmente relevantes. Fica limitada, portanto, pelos princípios da boa-fé objetiva, da função social do contrato e do equilíbrio contratual. Sobre o tema, v. TERRA, Aline de Miranda Valverde; KONDER, Nelson Carlos; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Boa fé, função social e equilíbrio contratual: reflexões a partir de alguns dados empíricos. *In*: TERRA, Aline de Miranda Valverde; KONDER, Nelson Carlos; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. (Coord.) *Princípios contratuais aplicados: boa-fé, função social e equilíbrio contratual à luz da jurisprudência*. São Paulo: Editora Foco, 2019, p. 2.; e KONDER, Carlos Nelson. O retorno da controversa autonomia normativa dos contratos empresariais: reflexões sobre a mudança de contexto. *Scientia Iuris*, Londrina, v.29, n.2, p. 129-144. mar. 2025. p.136

58 A existência de disciplina apartada para tratar dos grandes riscos reforça a “função estimulante” dos contratos de seguros ressaltada por Fabio Comparato, pois permite ao segurado/to-

A opção por um modelo contratual flexível não afeta os demais controles regulatórios existentes sobre a atividade securitária. Permanecem o controle de higidez, as demandas de manutenção de reservas técnicas de acordo com padrões determinados pelo regulador, a obrigação de observância de padrões de controles internos relativos ao combate à corrupção, fraude, lavagem de dinheiro e terrorismo, bem como os deveres de transparência perante os segurados e de apresentação de informações, documentos e esclarecimentos à SUSEP sempre que requisitado.

4. Nova Lei de Seguros brasileira.

A disciplina especial até então estabelecida para os contratos de seguros de grandes riscos passa, a partir de dezembro de 2025, a sofrer influência direta da nova Lei de Seguros.⁵⁹

A lei, que nasceu envolta em polêmicas em virtude da desatualização de um projeto surgido há mais de vinte anos e de sua inconstitucionalidade formal - porquanto estruturada como lei complementar e não ordinária, como se é exigido de diplomas legais que

mador aliviar-se, de certa forma, “do peso dos riscos” e desenvolver sua atividade econômica com maior desenvoltura por ter tais riscos mitigados de forma individualizada (e não genérica). (COMPARATO, Fábio Konder. *O seguro de crédito: estudo jurídico*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968. p. 13)

59 Está atualmente em consulta pública junto à SUSEP (Edital de Consulta Pública nº 10/2025/SUSEP) normativo que visa estabelecer as regras e critérios para a elaboração, estruturação e comercialização e operação de contratos de seguros de danos, substituindo a Circular SUSEP nº 621/2021. Além de pretender sua aplicação aos contratos de seguros comercializados por cooperativas de seguros, também se estende aos seguros de danos para coberturas de grandes riscos, na forma que dispuser a regulamentação específica. Embora a Resolução CNSP nº 407/2021 - que disciplina os seguros de danos para grandes riscos - permaneça vigente e não conste a previsão de revogação expressa na minuta em consulta pública, é provável que também seja objeto de revisão em razão da nova Lei de Seguros. A própria minuta de norma evidencia a especificidade desse segmento ao prever prazo quatro vezes superior, em comparação aos demais seguros de danos, para a regulação e liquidação de sinistros de grandes riscos.

possuem por objeto matérias relativas ao Sistema Financeiro Nacional e, conseqüentemente, a seguros, - revogará completamente as disposições atinentes aos contratos de seguro constantes do Código Civil.⁶⁰

Resta analisar, portanto, se a Lei de Seguros traz disposições expressas capazes de afastar a disciplina que atualmente rege os contratos de seguros de grandes riscos e a aplicabilidade da Lei de Liberdade Econômica. Antecipa-se a resposta negativa.

De maneira geral, a nova Lei de Seguros perdeu a grande oportunidade de deixar expressa a distinção de tratamentos devida aos seguros do tipo massificados e grandes riscos. Ao priorizar uma abordagem excessivamente protetiva ao segurado partindo da vulnerabilidade como presunção, o novel diploma não se aprofunda nas particularidades das relações entre as seguradoras e aqueles segurados não-vulneráveis, ou seja, que têm condições técnicas e sócio-econômicas fáticas de contratarem em igualdade.⁶¹

60 Acerca da inconstitucionalidade da Lei de Seguros, v. JARDIM, Mariana; HILL, Marcella; SURYAN, Jaqueline. *A inconstitucionalidade formal do Projeto de Lei nº29/2017*. Roncarati, São Paulo, 12 de março de 2024. Disponível em: <https://www.editoraroncarati.com.br/v2/Colunistas/Jaqueline-Suryan-Marcela-Hill-e-Mariana-Jardim/A-inconstitucionalidade-formal-do-Projet-o-de-Lei-n%C2%BA-29-2017.html>. Acesso em: 08 out. 2025.

61 “O novel diploma imporá consideráveis restrições ao crescimento do mercado brasileiro de (res)seguros. Com foco principalmente na proteção dos segurados, o Projeto de Lei não diferencia adequadamente os segurados pessoas físicas dos grandes segurados pessoas jurídicas, o que pode impactar significativamente o mercado de seguros de grandes riscos. A ênfase na proteção dos segurados desconsidera que estes também têm obrigações na relação de seguro, como os deveres de informar, notificar e de bem gerir o risco, o que pode configurar ofensa ao princípio da mutualidade. Além disso, o Projeto de Lei não leva em consideração os avanços tecnológicos e os novos produtos de seguros que surgiram nas últimas décadas, especialmente em virtude da expansão das insurtechs e da inteligência artificial.” (JARDIM, Mariana; HILL, Marcella; SURYAN, Jaqueline. *Nova lei de seguros brasileira aprovada no Congresso aguarda sanção presidencial*. Roncarati, São Paulo, 08 nov. 2024. Disponível em: <https://www.editoraroncarati.com.br/v2/Colunistas/Jaqueline-Suryan-Marcela-Hill-e-Mariana-Jardim/Nova-lei-de-seguros-brasileira-aprovada-no-Congresso-aguarda-sancao-presidencial.html>. Acesso em: 08 out. 2025.)

Em que pesem as questões formais que envolvem a constitucionalidade da Lei de Seguros, propõe-se aqui a leitura desta lei conforme os princípios, valores e prescrições do sistema jurídico em que se insere e que tem como espinha dorsal o texto constitucional, de modo a reduzir a insegurança jurídica para os anos vindouros.

O Direito dos Seguros vivencia atualmente, como em todo ciclo de transformações, um momento de aprendizado e de grandes oportunidades. Apesar do notável anacronismo de alguns dos enunciados normativos do novel diploma face às radicais mudanças ocorridas não só no mercado de (res)seguros nacional e internacional, mas na própria sociedade, desde 2004 - ano de apresentação do projeto de lei que, após poucas alterações, se tornou a Lei de Seguros duas décadas depois -, deve-se admitir a aplicação à Lei de Seguros de métodos interpretativos oxigenados por aspectos extralegais.

Como destacado por Gustavo Tepedino:

a complexidade do ordenamento, em última análise, não decorre apenas de sua gênese – análise estrutural entre direito interno e externo e distinção cronológica e hierárquica da produção normativa – *mas da tensão dialética representada por sua inserção na realidade social. A experiência vivida forja a norma, e a cultura – como complexo de experiências econômica, religiosa, política, tecnológica – condiciona internamente o sistema jurídico e, conseqüentemente, a teoria da interpretação, que assume necessariamente feição procedimental e dinâmica* na formulação, pelo magistrado, da norma interpretada, ou do ordenamento do caso concreto, promulgado em cada sentença.⁶² (grifou-se)

62 TEPEDINO, Gustavo. O papel atual da doutrina do direito civil entre o sujeito e a pessoa. In: TEPEDINO, Gustavo et al. (Coord.). *O direito civil entre o sujeito e a pessoa: estudos em homenagem ao Professor Stefano Rodotà*. Belo Horizonte: Fórum, 2016. p. 22.

Promove-se, assim, três ideias centrais na busca por soluções jurídicas envolvendo a Lei de Seguros sem que isso signifique invalidar a autoridade do legislador e a importância do processo democrático, nem desconsiderar a realidade fática posta e as necessidades da contemporaneidade.

A primeira diz respeito à inserção da Lei de Seguros em um sistema jurídico uno, que tem por farol não só os valores, princípios e dispositivos constitucionais, como abordado anteriormente, mas também as demais normas infraconstitucionais que lhes dão corpo.⁶³ Como lembra Eros Grau, “não se interpreta o Direito em tiras”.⁶⁴

A segunda é que uma dessas normas que devem ser consideradas e lidas em conjunto com a Lei de Seguros é a Lei de Liberdade Econômica. Esse diploma, que não foi expressamente revogado ou excepcionado pela Lei de Seguros para fins de aplicação aos contratos de seguro, é norma essencialmente principiológica, com valores diretamente extraídos da própria Constituição Federal, que reposiciona a liberdade econômica como pedra fundamental da sociedade contemporânea e orienta a atividade econômica em nosso sistema jurídico.⁶⁵

63 “O conceito de ordenamento pressupõe o conjunto de normas destinadas a ordenar a sociedade segundo determinado modo de vida historicamente determinado (PERLINGIERI, 2002, p. 2). Por ser o ordenamento jurídico composto por uma pluralidade de fontes normativas, apresenta-se necessariamente como sistema heterogêneo e aberto: daí a sua complexidade que, por sua vez, só alcançará a unidade caso seja assegurada a centralidade da Constituição, que contém a tábua de valores que caracterizam a identidade cultural da sociedade. Tal pluralidade de fontes normativas, contudo, não pode significar perda do fundamento unitário característico da própria noção de ordenamento, devendo sua harmonização se operar de acordo com a Constituição, que o recompõe continuamente, conferindo-lhe, assim, a natureza de sistema. Ou seja, a pluralidade de núcleos legislativos deve conviver harmonicamente com a noção de unidade do ordenamento. Do ponto de vista da teoria da interpretação, mostra-se imprescindível que a pluralidade de fontes normativas não acarrete a ruptura do sistema, disperso em lógicas setoriais, em detrimento da unidade essencial ao próprio conceito de ordenamento.” TEPEDINO, Gustavo; VIÉGAS, Francisco de Assis. A evolução da prova entre o direito civil e o direito processual civil. *Pensar*, Fortaleza, v. 22, n. 2, p. 551-566, mai./ago. 2017. p. 552.

64 GRAU, Eros Roberto. *Ensaio e discurso sobre a interpretação e aplicação do direito*, 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2005. p. 127.

Aplica-se, *mutatis mutandis*, o racional de Gustavo Tepedino ao comparar o Código Civil e o Código de Defesa do Consumidor para se analisar a relação entre a Lei de Seguros e Lei de Liberdade Econômica e concluir que tais normativos “não podem ser considerados diplomas contrastantes, senão complementares, no âmbito da complexidade do ordenamento, instrumentos para a promoção da solidariedade e personalismo constitucionais”.⁶⁶

Recorda-se do diálogo das fontes e de quão imperioso é lidar com a complexidade de núcleos normativos parte dessa unidade, elaborados em momentos histórico-culturais diferentes, inseridos em um sistema aberto, em constante estado de complementação e evolução em razão da mutabilidade das relações humanas e da provisoriedade do conhecimento científico.⁶⁷

A terceira, diante dessa estrutura aberta do sistema jurídico, refere-se ao fato de a interpretação normativa não poder se limitar ao texto da lei, devendo considerar o contexto fático e social em que sua aplicação se insere. A perenidade das normas contrasta com a constante renovação das relações humanas, o que exige do intérprete sensibilidade para adaptar o sentido normativo às transformações sociais e econômicas. Nesse cenário, torna-se imprescindível a incorporação de elementos extrajurídicos, como a prática de mercado, que refletem a historicidade e a vivência concreta do Direito. A análise de impacto

65 “O art. 1º da Lei de Liberdade Econômica destina-se a definir a função e o âmbito de abrangência da Lei, especialmente tomando em vista a organização federativa do Estado brasileiro. Trata-se, portanto, de normas de sobredireito, na acepção de que não se destinam a disciplinar diretamente as condutas intersubjetivas dos sujeitos de direito, mas a dispor sobre as relações entre as próprias normas jurídicas.” (JUSTEN NETO, Marçal. Abrangência e incidência da lei. In: MARQUES NETO, Floriano Peixoto; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier. *Comentários a Lei de Liberdade Econômica. Lei 13.874/2019*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. p. 14)

66 TEPEDINO, Gustavo. Diálogos entre fontes normativas na complexidade do ordenamento. Editorial. *Revista Brasileira de Direito Civil – RBD Civil*, Rio de Janeiro, v.5, jul./set. 2015. p. 7.

67 KONDER, Carlos Nelson. Distinções hermenêuticas da constitucionalização do direito civil: o intérprete na doutrina de Pietro Perlingieri. *Revista da Faculdade de Direito (UFPR)*, Curitiba, v. 60, 2015. p. 193-213.

das normas no mundo fático, por sua vez, deve ser considerada como instrumento de efetivação da igualdade material e da justiça, permitindo que o Direito acompanhe a realidade sem se desprender de seus fundamentos. Assim, coloca-se a práxis social não apenas como objeto de regulação, mas também como fonte de sentido para o próprio Direito, garantindo uma interpretação mais eficaz, contextualizada e responsiva às necessidades contemporâneas.

Por fim, retoma-se a centralidade do papel da SUSEP enquanto fiscalizadora e reguladora do setor de (res)seguros na promoção de expansão e inovação no setor para não só frisar a relevância do reforço desse posicionamento na regulamentação infralegal vindoura, como na manutenção de constante diálogo junto ao mercado nacional em busca do reflexo desses importantes elementos extrajurídicos com vistas à eliminação do excesso de intervenção regulatória e do estabelecimento de exigências regulatórias descabidas, em especial nos contratos de seguros de grandes riscos.

Conclusão.

O presente artigo dedicou-se à, por meio da análise do papel da regulação no mercado de seguros nacional e do embate entre o dirigismo contratual e a liberdade econômica nos contratos de seguros, avaliar o grau de intervenção estatal adequado na regulação dos contratos de seguro de grandes riscos, especialmente à luz da Constituição Federal, da Lei da Liberdade Econômica e da nova Lei de Seguros.

A análise empreendida permitiu afirmar que nesses contratos, diferentemente do que ocorre nos contratos de seguros massificados, não há uma vulnerabilidade a ser especialmente protegida pelo Estado apta a justificar a sua intervenção mais ostensiva na relação contratual por meio da regulação.

O reconhecimento da paridade técnica, jurídica e econômica entre as partes envolvidas nesses contratos legitima o tratamento jurídico diferenciado em relação aos seguros massificados, afastando a aplicação automática de regimes protetivos voltados à hipossuficiência com base no princípio da vulnerabilidade e valorizando a autonomia da vontade e o *pacta sunt servanda*.

A sofisticação das relações negociais e a necessidade de crescimento e consolidação do mercado de seguros e resseguros nacional exigem um ambiente regulatório que reconheça as peculiaridades dos contratos de grandes riscos e assegure às partes contratantes o espaço necessário para a negociação de cláusulas, coberturas e alocação de responsabilidades. Trata-se de reconhecer que nem todo contrato de seguro demanda tutela intensiva do Estado, sobretudo quando ausente a hipossuficiência típica das contratações massificadas.

Foi o que restou consolidado com o posicionamento regulatório adotado pelo CNSP e SUSEP quando da edição da Resolução CNSP nº 407/2021, sob especial influência da Lei de Liberdade Econômica, em que se privilegiou a realização dos princípios constitucionais da liberdade contratual, da livre iniciativa e da igualdade material.

No entanto, observou-se que a recém-promulgada Lei de Seguros, ao adotar uma abordagem excessivamente protetiva ao segurado e não explicitar adequadamente a distinção entre os seguros grandes riscos e massificados, tende a gerar insegurança jurídica no setor.

Nessa perspectiva, o que se propôs foi a interpretação da nova legislação à luz do sistema jurídico em que se insere como um todo, norteada sempre pelo texto constitucional, mas sem olvidar-se das demais normas infraconstitucionais que formam essa unidade – notadamente em diálogo com os princípios constitucionais da igualdade material, livre iniciativa, livre concorrência e liberdade econômica, e com a Lei de Liberdade Econômica. Ainda, diante da estrutura aberta

do sistema jurídico brasileiro, relevou-se a importância de posicionar a práxis social como fonte de sentido para o próprio Direito, de modo a preservar os avanços conquistados e a evitar retrocessos regulatórios injustificados.

O desafio que se coloca, portanto, é garantir que a aplicação de métodos interpretativos oxigenados por elementos extrajurídicos à Lei de Seguros esteja sensível à realidade concreta e preserve a racionalidade técnica e econômica que caracteriza os contratos de grandes riscos, permitindo que o setor siga se desenvolvendo com segurança jurídica, competitividade e aderência às melhores práticas internacionais.

Artigo elaborado em 24/11/2025.

GUN JUMPING: CONCEITO, EVOLUÇÃO E TENDÊNCIAS¹

GUN JUMPING: CONCEPT, EVOLUTION AND TRENDS

*Ricardo Noronha Inglez de Souza**

Resumo: Este artigo trata do fenômeno da antecipação de ações e medidas para a conclusão de um negócio jurídico antes de receber a obrigatória aprovação das autoridades concorrenciais. Conhecido como *gun jumping* (queimar a largada) no direito concorrencial, o artigo analisará seu conceito, origem histórica e as diferenças fundamentais entre os sistemas de controle de concentração prévio e posterior. O trabalho apresenta ainda uma análise da regulamentação brasileira, oferece uma perspectiva comparada com outros ordenamentos jurídicos e discute as tendências contemporâneas na aplicação das normas de *gun jumping*. A pesquisa utiliza metodologia descritiva e analítica, baseando-se em revisão bibliográfica e análise de decisões das principais autoridades concorrenciais do mundo, com ênfase especial no sistema brasileiro após a reforma de 2012, que alterou fundamentalmente a abordagem do controle de concentrações no país.

¹ Artigo recebido em: 14.05.2025 e aceito em: 13.03.2026.

* Graduado (2000), Mestre (2022) e Doutorando (2024-) em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP). Tem experiência na área de Direito, com ênfase em Direito Comercial e Econômico. Atua, principalmente nos temas: defesa da concorrência, direito do comércio internacional e empresarial. Membro do Conselho Administrativo do Instituto Brasileiro de Estudos de Concorrência, Consumo e Comércio Internacional (IBRAC); Vice-presidente da Comissão de Concorrência e Regulação Econômica (CECORE), da OAB-SP; membro permanente da Comissão Organizadora do *ForoCompetencia*. Autor de diversos capítulos de livros e artigos. Palestrante convidado em universidades brasileiras e internacionais, dentre elas, Universidad de Buenos Aires, Universidad Torcuato Di Tella e Universidad Católica de Chile. Docente no curso de Direito da Fundação Armando Álvares Penteado (FAAP), em São Paulo. Autor da obra “O dogma do cartel e a seletividade do direito concorrencial brasileiro” (2022). E-mail: inglez@iwmr.com.br.

Palavras-chave: Ato de concentração. Gun jumping. Multa. CADE. Legislação brasileira.

Abstract: This article deals with the phenomenon of anticipating actions and measures to conclude a legal transaction before receiving the mandatory approval of the competition authorities. Known as gun jumping in competition law, the article will analyze its concept, historical origin and the fundamental differences between the prior and subsequent merger control systems. The work also presents an analysis of Brazilian regulations, offers a comparative perspective with other legal systems and discusses contemporary trends in the application of gun jumping rules. The research uses descriptive and analytical methodology, based on a bibliographic review and analysis of decisions of the main competition authorities in the world, with special emphasis on the Brazilian system after the 2012 reform, which fundamentally changed the approach to merger control in the country.

Keywords: Merger control. Gun jumping. Fine. CADE. Brazilian legislation.

Sumário: Introdução. 1. Conceito e caracterização. 2. Origem histórica e evolução do conceito. 3. Sistema de controle de concentração: prévio vs. ex post. 4. Regulamentação legal do gun jumping no Brasil. 5. Alguns precedentes relevantes. Conclusão.

Introdução.

As políticas públicas de defesa da concorrência existem há muitos anos. No início, estavam mais focadas na repressão de práticas ilegais, comportamentos indesejados dos agentes econômicos. Com o passar dos tempos, as legislações passaram a incorporar o controle da estrutura do mercado. O intuito sempre foi de evitar concentrações excessivas em mercados, com o fundamento de impe-

dir, *ex ante*, o exercício de poder de mercado, unilateral ou coordenado, entre agentes concorrentes.² Finalmente, incorporou-se a advocacia da concorrência como mais uma linha na política pública de promoção da livre concorrência.

Foi assim nos Estados Unidos da América, por exemplo. A lei de 1890 dispunha sobre a proibição dos cartéis e da monopolização,³ tendo sido complementada em 1914.⁴ Em 1976, os Estados Unidos consolidaram uma prática de controle de concentrações econômicas.⁵ No Brasil, as legislações das décadas de 30⁶ e 60⁷ focavam esforços no combate do abuso do poder econômico e repressão às condu-

2 Mais recentemente, as principais autoridades concorrenciais mundiais têm também focado sua análise nos efeitos verticais de atos de concentração associados a, por exemplo, criação de barreiras à entrada e/ou elevação de custos de rivais.

3 Conhecida como Sherman Act, a legislação norte-americana vinha como reação aos *trusts* e trazia, segundo a doutrina, algumas contradições em suas justificativas, tal como o objetivo de, ao mesmo tempo, querer proteger os consumidores de preços altos e os pequenos concorrentes de preços muito baixos (vide POSNER, Richard A. *Antitrust law*. 2ª ed. Chicago: The University of Chicago Press, 2001. p. 34.

4 Vide *Clayton Act* (1914)

5 Vide *Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act* (1976), que introduziu o controle de concentração e trouxe poder de barganha para as autoridades concorrenciais negociarem o processo de fusões e aquisições com as empresas envolvidas (SULLIVAN, Lawrence A.; GRIMES, Warren S. *The law of antitrust: an integrated handbook*. 2ª ed. St Paul: Thomson/West, 2000. p. 9.).

6 Vide Constituição brasileira de 1937, arts. 135 e 140: "Art. 135 - Na iniciativa individual, no poder de criação, de organização e de invenção do indivíduo, exercido nos limites do bem público, funda-se a riqueza e a prosperidade nacional. A intervenção do Estado no domínio econômico só se legitima para suprir deficiências da iniciativa individual e coordenar os fatores da produção de maneira a evitar ou resolver os seus conflitos e introduzir no jôgo das competições individuais o pensamento do interesse da Nação, representada pelo Estado." "Art. 140 - A Economia da Produção será organizada em corporações e estas, como entidades representativas das forças do trabalho nacional, colocadas sob a assistência e proteção do Estado, são órgãos dêste e exercem funções delegadas ao poder público". Na vigência dessa constituição, surge o Decreto-Lei nº 7.666/1945, que dispunha sobre "os atos contrários à ordem moral e econômica" (revogada pela Lei nº 4.137/1962).

7 Vide Lei nº 4.137/1962, que regulou a repressão ao abuso do poder econômico (revogada pela Lei nº 8.884/1994).

tas anticompetitivas. Somente em 1994⁸ é que o Brasil passou a contar com regras de controle de concentração, horizontais, verticais e por conglomerado.⁹

O controle de concentrações econômicas constitui, portanto, um dos pilares fundamentais do direito da concorrência, visando prevenir estruturas de mercado que possam facilitar condutas anticompetitivas, unilaterais ou coordenadas, ou estabelecer posições dominantes prejudiciais à livre concorrência.¹⁰

Neste contexto, o fenômeno conhecido como "gun jumping" (ou "queimar a largada ") emergiu como preocupação central nas jurisdições que adotam sistemas de notificação prévia de atos de concentração. A expressão *gun jumping*, originada do inglês, faz referência metafórica às competições de atletismo nas quais um competidor inicia a corrida antes do sinal de partida, obtendo assim uma vantagem indevida sobre os demais participantes.

8 Vide Lei nº 8.884/1994, que transformou o Cade em autarquia e dispôs sobre a prevenção e a repressão às infrações contra a ordem econômica (revogada pela Lei nº 12.529/2011).

9 As concentrações horizontais abrangem as operações entre empresas que estão no mesmo elo, "grau" ou estágio de uma cadeia produtiva, competindo entre si; as concentrações verticais envolvem empresas que estão em elos sequenciais de uma mesma cadeia de produção, são diferentes estágios de um mesmo mercado; já as operações conglomeradas referem-se a operações que envolvem diferentes setores ou indústrias, mais comuns no contexto da estratégia de diversificação de atividades. ANDRADE, Maria Cecília. *Controle de concentrações de empresas: estudos da experiência comunitária e a aplicação do artigo 54 da lei nº 8.884/94*. São Paulo: Singular, 2002. p. 31.

10 Usualmente, a doutrina especializada considera condutas prejudiciais à livre concorrência, aquelas que geram efeitos líquidos negativos ao bem-estar social ou do consumidor, seja de natureza horizontal, seja de natureza vertical. A doutrina defende que a análise concorrencial deve observar três etapas consecutivas: (a) identificação dos potenciais efeitos anticompetitivos associados a conduta investigada (perdas de bem-estar); (b) identificação dos potenciais ganhos de eficiência de bem-estar; e (c) comparação entre efeitos anticompetitivos e ganhos de eficiência potenciais (o efeito líquido sobre o bem-estar social). Vide SCHUARTZ, Luís Fernando. Ilícito concorrencial e acordo entre concorrentes. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Ano XL — n. 124 — outubro-dezembro de 2001. São Paulo: Malheiros, 2001, p. 69.

O presente artigo busca oferecer uma análise abrangente da chamada prática de *gun jumping*, partindo de sua conceituação, passando pela evolução histórica do instituto e seu tratamento nos diversos sistemas de controle de concentração, até chegar às particularidades da regulamentação brasileira e tendências na matéria. A relevância do tema se evidencia pela importância que as autoridades concorrenciais têm dado ao fenômeno, com a aplicação de multas significativamente elevadas e a elaboração de guias e orientações específicas sobre a matéria pelas autoridades concorrenciais de diferentes jurisdições.

A evolução do controle de concentrações econômicas tem sido marcada por uma tendência clara de transição de sistemas de análise posterior para sistemas de análise prévia, o que naturalmente intensificou a importância do conceito de *gun jumping* e a necessidade de critérios claros para sua caracterização.

Esse instituto afeta a dinâmica de negociações e coordenação dos trabalhos em uma operação de fusão e aquisição, demandando entendimentos claros, regras precisas e um desafio cada vez maior das autoridades e operadores do direito concorrenciais em diferentes mercados cada vez mais dinâmicos.

No Brasil, a Lei 12.529/2011 representou uma mudança paradigmática ao substituir o sistema de controle posterior de concentrações pelo sistema de controle prévio, alinhando o país às melhores práticas internacionais. Essa transformação tornou o tema do *gun jumping* particularmente relevante no contexto brasileiro, exigindo o desenvolvimento de critérios específicos para sua caracterização e a definição de parâmetros para a aplicação de sanções.

Este artigo está estruturado em sete seções principais, além desta introdução e da conclusão. A seção 2 apresenta o conceito e a caracterização do *gun jumping*. A seção 3 aborda a origem histórica e a evolução do conceito. A seção 4 discute as diferenças entre os sistemas de controle prévio e posterior. A seção 5 analisa detalhadamente a regulamentação legal do *gun jumping* no Brasil. A seção 6 descreve a discussão presente em precedentes nacionais.

2. Conceito e caracterização.

O termo *gun jumping* origina-se de uma analogia com competições esportivas, nas quais um competidor inicia a corrida antes do sinal oficial de partida (o "tiro" de largada). Na Fórmula 1, o regulamento prevê penalidades para o piloto que incorrer em uma "falsa largada"¹¹, avançando antes do momento permitido na largada, por exemplo. É a mesma regra no atletismo.¹²

No contexto do direito concorrencial, refere-se à implementação prematura de uma operação de concentração econômica antes da aprovação formal pela autoridade antitruste competente, em violação à obrigação conhecida como *standstill*¹³ *imposta pelos sistemas de controle prévio de diferentes jurisdições e autoridades concorrenciais*.

As partes podem se aproximar, realizar auditoria, negociar e até assinar os contratos, mas não podem implementar os atos para consumação do negócio jurídico objeto de concentração econômica até receberem a aprovação da autoridade de defesa da concorrência. Esta definição, embora aparentemente simples, encobre uma complexidade considerável, uma vez que o *gun jumping* pode manifestar-se de diversas formas e em diferentes graus de intensidade. Na sua manifestação mais evidente, o *gun jumping* ocorre quando as partes envolvidas em uma operação de concentração econômica formalmente transferem ativos, o controle societário ou fundem suas estru-

11 Vide artigo 48 do Regulamento da FIA (disponível em: https://www.fia.com/system/files/documents/fia_2025_formula_1_sporting_regulations_-_issue_4_-_2025-02-26.pdf. Acesso em: 10 mar. 2025).

12 Vide artigo 16.7 do regulamento da World Athletics que dispõe que caso um atleta, após assumir a posição de largada, não poderá iniciar a corrida até haver sido dado o inteiro sinal de largada (disponível em <https://worldathletics.org/about-iaaf/documents/book-of-rules>. Acesso em: 10 mar. 2025)

13 A obrigação de *standstill* é prevista nas legislações concorrenciais com sistema de análise prévia e estabelecem a obrigação de as partes envolvidas não alterarem suas atividades antes da competente aprovação.

turas antes da autorização da autoridade concorrencial.¹⁴ No entanto, formas mais sutis de *gun jumping* podem ocorrer quando as empresas, embora mantenham formalmente sua independência, começam a coordenar suas atividades comerciais, compartilham informações sensíveis do ponto de vista concorrencial ou iniciam processos de integração operacional antes de sua aprovação pela autoridade concorrencial.

A caracterização do *gun jumping* está intrinsecamente relacionada ao conceito de "implementação" ou "consumação" de uma operação de concentração. As autoridades concorrenciais têm, portanto, desenvolvido critérios para determinar quando determinadas condutas podem ser consideradas como parte do processo de implementação prematura.

A consumação antecipada da operação representa a forma mais óbvia de *gun jumping* e envolve a transferência formal do controle societário ou a fusão das estruturas empresariais antes da aprovação da autoridade concorrencial. Nesse caso, as empresas simplesmente ignoram a obrigação de *standstill* e procedem com a implementação da operação como se a aprovação já tivesse sido concedida. Exemplos incluem a transferência de ações ou quotas, a interferência na nomeação de novos administradores e a unificação formal das estruturas corporativas, como, por exemplo, unificar a área de marketing das empresas.

A troca de informações sensíveis do ponto de vista concorrencial entre as partes envolvidas na operação constitui uma forma sutil, mas igualmente relevante, de *gun jumping*. Empresas que são concorrentes no mercado normalmente não compartilhariam informações sobre preços, custos, estratégias comerciais, listas de clientes ou

14 SILVA, Ricardo Villela Mafrá Alves da. Gun-jumping e atos até o fechamento de operações: a proteção do investimento no contexto da análise prévia de atos de concentração. *Revista do IBRAC Direito da concorrência, consumidor e comércio internacional – RIBRAC*, São Paulo, Ano 20-24, jul-dez./2013. p. 13

planos de expansão. No entanto, no contexto de uma operação de concentração, existe uma necessidade legítima de alguma dessas informações na fase de auditoria e avaliação da viabilidade econômica, financeira e estratégica do negócio jurídico a ser realizado. O desafio está em estabelecer o equilíbrio adequado entre a necessidade legítima de informações e a prevenção de uma coordenação prematura. A jurisprudência já reconheceu que nem sempre será caracterizada a infração. Há trocas de informações inerentes ao processo de negociação entre empresas (e.g. auditorias)¹⁵. Orientações de autoridades estrangeiras têm reconhecido ser necessário avaliar a natureza das informações compartilhadas, os mecanismos de proteção implementados e o uso efetivo das informações. Por exemplo, a autoridade norte-americana tem maior preocupação para a troca de informações não agregadas, específicas por cliente, políticas comerciais e análises ou fórmulas para determinar preços.¹⁶

O exercício de influência dominante ou controle de fato antes da aprovação formal também pode caracterizar *gun jumping*. Isso ocorre quando uma das partes começa a interferir nas decisões comerciais ou estratégicas da outra, mesmo sem haver uma transferência formal de controle. Exemplos incluem a aprovação prévia de decisões estratégicas, tais como a expansão de linhas de negócios ou áreas de atuação, a imposição de restrições operacionais significativas, determinação de políticas comerciais ou mesmo acesso a dados de atividades de pesquisa e desenvolvimento. A linha divisória entre a influência legítima de um futuro controlador e o exercício prematuro de controle nem sempre é clara, exigindo uma análise cuidadosa das circunstâncias específicas de cada caso e setor/mercado.¹⁷

15 Vide Ato de Concentração nº 08700.005775/2013-19 (OGX Petróleo e Gás S.A. e Petrobras S.A.).

16 AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Section of Antitrust Law*. Premerger coordination: the emerging law of gun jumping and information exchange. Chicago: American Bar Association, 2006. p. 28.

17 Como será discorrido mais adiante, a troca de certas informações em setores intensivos em

A integração prematura de atividades constitui outra forma de *gun jumping* e envolve o início de atividades conjuntas ou coordenadas antes da aprovação do negócio jurídico sujeito à análise da autoridade concorrencial. Isso pode incluir a unificação de equipes de vendas, a coordenação de políticas de preços, o desenvolvimento conjunto de produtos ou a integração de sistemas operacionais. Novamente, a distinção entre planejamento legítimo da integração e implementação prematura nem sempre é evidente.

Um ponto comum entre todas essas manifestações de *gun jumping* é a antecipação de comportamentos que seriam naturalmente adotados após o fechamento efetivo do negócio jurídico. Ao adotar tais comportamentos prematuramente, as empresas violam a obrigação de *standstill* e comprometem a eficácia do sistema de controle, criando situações que podem ser difíceis de reverter caso a operação seja posteriormente reprovada ou aprovada com restrições.

A caracterização do *gun jumping* exige, portanto, uma análise detalhada das condutas específicas das empresas envolvidas e de seu impacto potencial na estrutura de mercado. Embora existam critérios gerais que orientam essa análise, a aplicação prática desses critérios depende das circunstâncias específicas de cada caso e podem variar ainda a depender da interpretação adotada pelas autoridades concorrenciais em cada jurisdição.

3. Origem histórica e evolução do conceito.

O conceito de *gun jumping* está intrinsecamente ligado à evolução dos sistemas de controle de concentrações econômicas ao lon-

capital a força de trabalho tem um valor competitivo relativamente menor do que, por exemplo, em setores prestadores de serviços em geral ou de elevada tecnologia. O acesso a dados dos funcionários ou de políticas associadas a recursos humanos, pesquisa e desenvolvimento têm pesos diferentes, sob a perspectiva concorrencial, a depender do setor e das peculiaridades da indústria.

go do tempo. A compreensão de sua origem histórica e desenvolvimento permite uma melhor apreciação das nuances e complexidades que envolvem sua aplicação contemporânea.

O controle de concentração no Brasil evoluiu até chegar ao presente momento em que o estudo do *gun jumping* torna-se pertinente e relevante.

Desde o seu surgimento até o início da década de 90, a política de defesa da concorrência praticamente não previa o controle de concentrações. Após 1994, ocorre a introdução estruturada do controle de concentração no Brasil, mas no formato de controle posterior ao fechamento. As partes eram autorizadas a fechar a operação, salvo em caso de medida preventiva imposta pela autoridade.¹⁸

O controle de concentrações era exercido de forma *ex post*, com a possibilidade de questionamento, em muitos casos judicial, das operações que resultassem em redução substancial da concorrência. Nessa fase, as empresas podiam implementar livremente suas operações, mas assumiam o risco de possíveis questionamentos posteriores e até mesmo de determinações de desfazimento ou cisão do negócio jurídico realizado, mesmo após anos de operação. Normalmente, esses casos eram procedidos de um processo administrativo ou judicial próprio com a aplicação do devido processo legal.¹⁹

Em uma segunda fase, que podemos chamar de intermediária, caracteriza-se pelo surgimento gradual de sistemas de controle prévio em diversas jurisdições. A origem e marco fundamental desse processo foi o *Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act* nos Estados Unidos, introduzido em 1976. Esta legislação estabeleceu um sistema

18 Vide Lei nº 8.884 de 11 de junho de 1994.

19 O direito ao processo é elevado ao nível de garantia individual na Constituição Federal (vide artigo 5º, inciso XXXV) e não se limita aos aspectos formais, mas abrange uma série de garantias das quais o Estado não pode declinar, inclusive a ampla defesa e o contraditório. THEODORO JÚNIOR, Humberto. *Curso de direito processual civil*. 36ª ed. 1v. Rio de Janeiro: Forense, 2001. p. 23.

de notificação prévia e período de espera obrigatório para determinadas operações de concentração, criando assim o contexto necessário para o desenvolvimento do conceito de *gun jumping*.

O *Hart-Scott-Rodino Act* criou a obrigação das partes envolvidas em negócios jurídicos relacionados a fusões ou aquisições de notificá-los previamente à *Federal Trade Commission* (FTC) e ao *Department of Justice* (DOJ) quando superassem determinados valores de corte. Mais importante ainda, estabeleceu um período de espera de 30 dias (prorrogável em casos específicos), durante o qual as partes não poderiam consumir a operação.

No Brasil, essa fase foi inaugurada apenas em 2011, com a mudança da legislação concorrencial e adoção do modelo de controle prévio de concentrações econômicas.

Inicialmente, o conceito de *gun jumping* estava associado principalmente à violação formal do período de espera, ou seja, à consumação da operação antes da aprovação ou do término desse período de análise. No entanto, com o passar do tempo, as autoridades americanas começaram a desenvolver uma interpretação mais ampla, que incluía também outras formas de coordenação prematura entre as empresas envolvidas. Casos como *United States v. Computer Associates International, Inc.* (2002) e *United States v. Gemstar-TV Guide International, Inc.* (2003) foram fundamentais nesse processo de expansão conceitual.

Na fase atual, o conceito expandiu-se significativamente, passando a abranger não apenas a consumação formal da operação antes da aprovação, mas também comportamentos mais sutis que possam caracterizar uma integração prematura ou interferência na independência das empresas.

O controle e o rigor na apuração de situações que podem caracterizar a ocorrência de situações de *gun jumping* também tem sido aprimorada ao longo do tempo e das dimensões das negociações en-

tre empresas. À medida que as fusões e aquisições tornaram-se mais sofisticadas e frequentemente transnacionais, as autoridades concorrenciais foram confrontadas com novos desafios na aplicação dos sistemas de controle prévio.

Na União Europeia, o *gun jumping* vai se aplicar sempre que a concentração seja implementada antes da aprovação da autoridade competente²⁰. No entanto, pode haver algumas peculiaridades em casos de licitações públicas e quando há autorização excepcional da autoridade.²¹

Três casos merecem ser citados como paradigmas importantes de *gun jumping* na Europa.

O primeiro deles é o caso em que a Comissão Europeia aplicou multa de 20 milhões de Euros à Electrabel,²² empresa do setor de energia do grupo Suez, por ter adquirido o controle da *Compagnie Nationale du Rhône* (CNR), sem a aprovação prévia exigida pela legislação europeia. Segundo a Comissão Europeia, a Electrabel violou a chamada "obrigação de suspensão", que proíbe a implementação de operações de concentração com dimensão europeia antes da devida análise e autorização. A violação é considerada grave, pois compromete a eficácia do controle preventivo de fusões, essencial para garantir a concorrência no mercado comum europeu. Embora a operação só tenha sido oficialmente notificada à Comissão, em março de 2008, e aprovada, sem restrições, em abril do mesmo ano, investigações revelaram que a Electrabel já havia adquirido controle de fato sobre a CNR em dezembro de 2003. Isso porque, nessa ocasião a

20 Vide artigo 7(1), do *Merger Regulation*, COUNCIL REGULATION (EC) No 139/2004, de 20 de janeiro de 2004 (disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004R0139>. Acesso em: 12 mar. 2025).

21 BAILEY, David; JOHN, Laura Elizabeth (editors). *Bellamy & Child: European Union Law of Competition*. 8a ed. Oxford: Oxford University Press, 2018. p. 663.

22 Vide https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_09_895. Acesso em: 15 mar. 2025.

Electrabel adquiriu quase 50% do capital social da CNR, anteriormente detido pela EDF, principal produtora de energia da França. A EDF antes dessa aquisição era individualmente a maior acionista da CNR, dada sua estrutura societária mais pulverizada. Ou seja, dada a dispersão dos demais acionistas e a taxa de comparecimento às assembleias, a Electrabel já detinha, na prática, uma maioria estável nas decisões da empresa. Além disso, a Electrabel passou a exercer um papel central na gestão operacional e comercial da CNR, substituindo a EDF, o que reforçou o seu poder de controle sobre aquela empresa. Em razão dessa situação societária fática, a Comissão Europeia considerou que, apesar de não ter havido riscos concretos para a concorrência e de a Electrabel ter, posteriormente, comunicado voluntariamente tal aquisição, a infração foi grave e duradoura. Como a Electrabel detinha um histórico de notificações à Comissão Europeia, o órgão considerou que seria sua obrigação ter conhecimento sobre a necessidade de notificação prévia de tal transação, aplicando-lhe referida multa.

Um segundo caso idêntico tratou da multa aplicada pela Comissão Europeia contra a empresa norueguesa *Marine Harvest* por adquirir o controle da concorrente Morpol antes da autorização prévia. A investigação concluiu que, ao adquirir 48,5% das ações da Morpol em dezembro de 2012, a Marine Harvest passou a exercer controle de fato sobre a empresa, devido à dispersão dos demais acionistas e ao histórico de participação em assembleias. A transação foi implementada oito meses antes da notificação formal à Comissão e mais de nove meses antes da aprovação, violando a obrigação de notificar previamente e aguardar a autorização antes de concluir negócios desse porte. Mesmo reconhecendo que a Marine Harvest não exerceu seus direitos de voto e comunicou a Comissão logo após a aquisição, a multa foi fixada em 20 milhões de Euros, valor suficiente para garantir o efeito dissuasivo de prática dessa natureza.

O terceiro caso trata de um caso mais complexo. A Comissão Europeia multou a Altice em 124,5 milhões de Euros por infringir a

obrigação de aguardar a aprovação para implementar a operação.²³ A investigação concluiu que, por meio de cláusulas contratuais no acordo de compra assinado em dezembro de 2014, a Altice já havia adquirido o direito legal de exercer influência decisiva sobre a PT Portugal, incluindo vetos sobre decisões do dia a dia da empresa, antes mesmo da notificação oficial da operação em fevereiro de 2015. Além disso, a Altice efetivamente exerceu essa influência antes da autorização da Comissão Europeia, ao dar instruções diretas ao corpo diretivo sobre ações comerciais, como campanhas de marketing; e, ainda, ao acessar informações comerciais sensíveis da PT Portugal sem respaldo de acordos de confidencialidade. Segundo a Comissão Europeia, tais ações comprometeram a integridade do processo de análise da operação e demonstraram, no mínimo, negligência por parte da Altice, já que a empresa tinha pleno conhecimento de suas obrigações legais.

Na Argentina, desde 2018, com a mudança da legislação e a incorporação do efeito suspensivo sobre as concentrações econômicas, a possibilidade de aplicação de penalidades por *gun jumping* ganhou relevância.²⁴

4. Sistemas de controle de concentração: prévio vs. *ex post*.

A compreensão do *gun jumping* está diretamente relacionada ao tipo de sistema de controle de concentrações adotado em cada jurisdição. Os dois modelos principais – controle prévio (*ex ante*) e controle posterior (*ex post*) – apresentam diferenças fundamentais em termos de estrutura, eficácia e implicações para as empresas envolvidas em operações de concentração econômica.

23 Vide https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_18_3522, Acesso em: 15 mar. 2025.

24 MORA, Ignacio C.; REDONDO, Agustina. Implicaciones del efecto suspensivo en el procedimiento y *gun jumping*. In: TREVISAN, Pablo; DEL PINO, Miguel; CHAMATROPULOS, Demetrio A. (coord.). *Comentarios a la ley de defensa de la competencia*. 1. ed. Buenos Aires: La Ley, 2018. p. 307.

No sistema de controle prévio, também conhecido como sistema de notificação prévia obrigatória, as operações de concentração que se enquadram em determinados critérios estabelecidos pela legislação devem ser notificadas à autoridade concorrencial antes de sua consumação. Após a notificação, inicia-se um período de análise durante o qual as partes ficam proibidas de implementar a operação – a chamada obrigação de suspensão (*standstill obligation*). Somente após a aprovação formal pela autoridade concorrencial (ou o decurso do prazo legal sem manifestação contrária) é que as partes podem proceder com a implementação da operação.

Este sistema caracteriza-se pela ênfase na prevenção de estruturas anticompetitivas, partindo do princípio de que é mais eficaz evitar a formação de estruturas de mercado potencialmente prejudiciais à concorrência do que tentar remediar seus efeitos negativos depois de concretizadas. A obrigação de *standstill* constitui elemento essencial desse sistema *ex ante*, garantindo que a autoridade concorrencial tenha tempo suficiente para analisar adequadamente a operação antes que qualquer alteração irreversível na estrutura de mercado seja implementada.

A notificação obrigatória antes da consumação da operação representa característica central do sistema de controle prévio. As legislações geralmente estabelecem critérios objetivos, como faturamento das empresas envolvidas ou participação de mercado, para determinar quais operações devem ser notificadas. Esta obrigação garante que a autoridade concorrencial tome conhecimento de todas as operações potencialmente problemáticas, não dependendo de informações de terceiros ou de investigações por iniciativa própria para identificá-las.

Durante o *standstill period*, as empresas devem continuar operando de forma independente, como se a operação não estivesse sendo planejada. A duração deste período varia conforme a jurisdição, mas geralmente é estabelecido um prazo inicial para análise sumária e possibilidade de extensão para investigação aprofundada em casos mais complexos.

A possibilidade de imposição de condições prévias à aprovação representa vantagem significativa do sistema de controle prévio. A autoridade concorrencial pode identificar problemas concorrenciais específicos e negociar com as partes remédios estruturais ou comportamentais antes da implementação da operação. Este mecanismo permite soluções mais eficazes e menos disruptivas do que o desfazimento posterior de uma operação já consumada.

A maior segurança jurídica para as partes envolvidas na operação e para o mercado constitui benefício importante do sistema prévio. Uma vez aprovada a operação, as partes podem implementá-la com a certeza de que não serão posteriormente obrigadas a desfazê-la por razões concorrenciais. Esta previsibilidade é valorizada tanto pelas empresas envolvidas quanto pelo mercado em geral, reduzindo incertezas e custos de transação.

Estados Unidos, União Europeia, Brasil (após 2012), Japão e Coreia do Sul representam exemplos de jurisdições que adotam o sistema de controle prévio. Embora existam diferenças específicas entre esses sistemas, todos compartilham as características essenciais de notificação prévia obrigatória e período de *standstill*.

Por outro lado, no sistema de controle posterior, também conhecido como sistema voluntário ou sistema *ex post*, as operações de concentração podem ser implementadas livremente, sem necessidade de notificação prévia da autoridade concorrencial. No entanto, estas operações ficam sujeitas a eventual questionamento e mesmo desfazimento posterior pela autoridade, caso sejam consideradas prejudiciais à concorrência.

A ausência de notificação prévia obrigatória constitui característica definidora do sistema posterior. Em algumas jurisdições, a notificação é completamente voluntária; em outras, existe a possibilidade ou mesmo a determinação de notificação. Esta característica reduz significativamente os custos administrativos para as empresas e para a autoridade concorrencial, que pode concentrar seus recursos nas operações efetivamente problemáticas.

A implementação imediata da operação representa vantagem significativa do sistema posterior do ponto de vista das empresas. Não havendo período de espera obrigatório, as partes podem proceder com a integração e começar a obter os benefícios econômicos da operação sem demora. Esta característica é particularmente valorizada em setores dinâmicos, onde a rapidez na implementação pode ser crucial para o sucesso da operação.

O risco de desfazimento posterior da operação constitui, no entanto, desvantagem significativa do sistema posterior. Caso a autoridade concorrencial conclua, após análise, que a operação é prejudicial à concorrência, pode determinar seu desfazimento ou impor condições para sua manutenção. Este cenário geralmente implica custos muito mais elevados e dificuldades práticas muito maiores do que ajustes realizados antes da consumação da operação.

A incerteza jurídica para as partes envolvidas representa outra desvantagem importante do sistema posterior. As empresas implementam a operação sem a segurança de que ela não será posteriormente questionada, o que pode afetar negativamente o planejamento de longo prazo e os investimentos relacionados à integração. Esta incerteza representa custo adicional a ser considerado na avaliação da viabilidade econômica da operação.

Reino Unido (sistema híbrido), Austrália e Nova Zelândia figuram como exemplos de jurisdições que adotam formas de controle posterior. O Reino Unido, em particular, adota um sistema híbrido, com notificação voluntária, mas com poderes amplos para a autoridade investigar e intervir em operações não notificadas.

A análise comparativa entre os dois sistemas revela que o sistema de controle prévio apresenta vantagens significativas em termos de eficácia e segurança jurídica. Ao evitar a consumação de operações potencialmente anticompetitivas, previne danos à concorrência que poderiam ser irreversíveis na prática. A experiência tem demonstrado que o desfazimento de operações já implementadas enfrenta

obstáculos práticos consideráveis, tornando os remédios *ex post* frequentemente menos eficazes do que intervenções prévias.

Por outro lado, o sistema posterior oferece maior flexibilidade e rapidez para a efetivação e integração das operações empresariais, além de reduzir os custos indiretos associados à notificação e análise de operações que não suscitam preocupações concorrenciais. No entanto, este sistema implica um risco de desfazimento posterior, o que resulta, quando ocorre, em custos elevados para as partes, além de gerar incerteza jurídica.

Acerca da evolução dos sistemas de controle de concentração, é possível mencionar o confronto conceitual entre as conhecidas Escolas de Chicago²⁵ e de Harvard.²⁶ Enquanto a abordagem da Escola de Chicago é mais pragmática e, por vezes, cética, a Escola de Harvard é mais estruturalista. Para a Escola de Chicago, concentrações econômicas — incluindo fusões horizontais — só devem ser objeto de preocupação se resultarem diretamente em monopólios ou aumentarem significativamente a probabilidade de cartelização em mercados com poucos competidores. A crença central é que, na ausência de barreiras à entrada substanciais, os lucros extraordinários resultantes da concentração atrairiam novos concorrentes, tornando a autorregulação do mercado mais eficaz do que a intervenção estatal. Além disso, os teóricos de Chicago argumentam que muitas práticas estruturais, como integrações verticais e até certo grau de concentração, são motivadas por ganhos de eficiência, e não por estratégias excludentes. Assim, o controle de concentrações deve ser parcimonioso,

25 A Escola de Chicago é uma corrente de pensamento econômico e jurídico que surgiu a partir da década de 1950, fortemente associada à Universidade de Chicago, de onde deriva seu nome. Referência na análise econômica do direito, especialmente nas áreas de direito antitruste, regulação econômica e política concorrencial.

26 A Escola de Harvard é uma vertente do pensamento antitruste que se desenvolveu principalmente entre as décadas de 1930 e 1960, tendo como centro intelectual a Harvard Law School, o que explica a origem de seu nome. Seu pensamento e abordagem influenciaram profundamente a formulação de políticas de concorrência nos Estados Unidos e o pensamento estruturalista adotado em decisões judiciais e regulações de agências por décadas.

restrito a casos em que haja prova clara de dano ao bem-estar do consumidor²⁷. Essa abordagem representa uma significativa redução do escopo do controle de concentração, focando-se quase exclusivamente na repressão a cartéis e fusões para monopólio, e tratando condutas unilaterais com ceticismo quanto à sua capacidade de gerar poder de mercado de forma sustentável.

Quanto aos modelos, a tendência internacional nas últimas décadas tem sido claramente em direção à adoção de sistemas de controle prévio, com o consequente desenvolvimento de normas específicas sobre *gun jumping*. Esta tendência reflete o reconhecimento crescente de que a prevenção de estruturas anticompetitivas é mais eficaz e eficiente do que tentativas posteriores de remediação. O Brasil seguiu esta tendência ao substituir seu sistema de controle posterior pela análise prévia obrigatória com a Lei 12.529/2011.

É no contexto dos sistemas de controle prévio que o conceito de *gun jumping* ganha sua relevância plena. A proibição de implementação prematura da operação constitui elemento essencial para garantir a eficácia do sistema, assegurando que a autoridade concorrencial possa exercer sua função preventiva e que as estruturas de mercado não sejam alteradas de forma irreversível antes da conclusão da análise. Destaca-se, nesse sentido, que no sistema *ex post*, apenas uma operação (Caso Nestlé / Garoto) fora rejeitada pela autoridade concorrencial brasileira, enquanto após a adoção da notificação *ex ante* já constam cerca de 15 operação rejeitadas pelo CADE.

5. Regulamentação legal do *gun jumping* no Brasil.

A regulamentação do *gun jumping* no Brasil está diretamente relacionada à evolução do sistema brasileiro de controle de

27 POSNER, Richard A. *The Chicago School of Antitrust Analysis*. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 127, p. 925–948, 1978. Disponível em: https://chicagounbound.uchicago.edu/journal_articles/1814. Acesso em: 5 mai. 2025.

concentrações econômicas. Esta evolução reflete uma tendência internacional de transição de sistemas de controle posterior para sistemas de controle prévio, reconhecendo a maior eficácia, em termos de mitigar problemas concorrenciais, da prevenção de estruturas anti-competitivas em comparação com sua posterior remediação.

O Brasil adotou inicialmente um sistema de controle posterior com a Lei 8.884/1994, que modernizava a política de defesa da concorrência no país. De acordo com esta legislação, especificamente em seu artigo 54, os atos de concentração deveriam ser apresentados à apreciação do CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) no prazo de quinze dias úteis de sua *realização*. Na prática, este sistema permitia a consumação das operações antes da decisão final do CADE, com o risco de posterior determinação de desfazimento ou imposição de restrições.

O sistema de controle posterior apresentava limitações significativas em termos de eficácia preventiva. Uma vez consumada a operação, tornava-se consideravelmente mais difícil e custoso desfazê-la ou impor remédios efetivos caso fossem identificados problemas concorrenciais. A integração de ativos, equipes e operações criava situações de difícil reversibilidade prática, comprometendo a capacidade do CADE de proteger efetivamente a estrutura competitiva dos mercados.

Houve uma tentativa de evitar os malefícios do sistema de análise *ex post*. Criaram-se os mecanismos da *medida cautelar* e o *acordo de preservação da reversibilidade da operação (APRO)*.²⁸ A medida cautelar era imposta pela autoridade. Com medo da desproporção, muitas empresas preferiam aderir a algum formato de APRO para que fosse possível calibrar as intervenções e flexibilizar alguma permissão de implementação parcial da operação. Essas medidas, no entanto, não garantiam totalmente que as operações não fossem fe-

28 GABAN, Eduardo Molan; Domingues, Juliana Oliveira. *Direito antitruste*. 5ª ed. São Paulo: SaraivaJur, 2024. p. 92.

chadas antes de suas aplicações e, ao mesmo tempo, tinham um elevado custo de monitoramento.

A mudança paradigmática ocorreu com a introdução da Lei 12.529/2011, que entrou em vigor em maio de 2012, estabelecendo um sistema de controle *prévio* alinhado a legislação brasileira às melhores práticas internacionais. O artigo 88, §3º desta lei previu expressamente a obrigação de preservação das condições de concorrência entre as empresas até a decisão final da autoridade antitruste. Este dispositivo representou uma transformação fundamental na abordagem brasileira ao controle de concentrações. Com esse marco legal, o conceito de *gun jumping* passou a fazer sentido no Brasil.

A base legal atual para a regulamentação do *gun jumping* no Brasil fundamenta-se principalmente na Lei 12.529/2011 e em atos normativos complementares do CADE. O artigo 88, §3º da Lei estabelece que "*os atos que se subsumirem ao disposto no caput deste artigo não podem ser consumados antes de apreciados pelo CADE*". Estabelece pena de nulidade, sendo ainda possível impor multa pecuniária, de valor não inferior a R\$ 60.000,00 (sessenta mil reais) nem superior a R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais).

Em relação à penalidade prevista em lei, a doutrina destaca que o legislador poderia ter aplicado uma multa de valor fixo e computo diário.²⁹ Teria sido uma escolha que privilegiaria o aspecto estritamente formal-processual. Porém, optou por uma penalidade que pode se amoldar ao nível de complexidade da operação e, assim, permite que se trata com mais vigor as operações que efetivamente gerem danos concorrenciais.

Complementando esta disposição, o artigo 88, §4º determina que "*até a decisão final sobre a operação, deverão ser preservadas as condições de concorrência entre as empresas envolvidas, sob pena de*

29 TAUFICK. Roberto Domingos. *Nova lei antitruste brasileira – lei 12.529/2011* comentada e a análise prévia no direito da concorrência. Rio de Janeiro: Forense, 2012. p. 440.

aplicação das sanções previstas no § 3o deste artigo". Este dispositivo explicita a obrigação de *standstill*, determinando que as empresas envolvidas em uma operação de concentração continuem competindo normalmente durante todo o período de análise pelo CADE.

Importante ressaltar que a obrigação de submeter uma operação é formal, portanto não varia de acordo com o nível de concentração ou risco de redução da competição em um dado mercado. Dadas as condições previstas em lei, há a obrigação de notificar. Não sendo respeitada a obrigação de notificar e/ou a de manter as condições de concorrência, as partes estarão sujeitas às penalidades legais. Como em outras jurisdições,³⁰ situações mais graves devem receber penalidades mais altas, mas todos os casos de inobservância das obrigações legais sujeitarão os envolvidos a penalidades.

A Resolução CADE nº 24/2019, que substituiu a anterior Resolução nº 13/2015, regulamenta o procedimento de análise de atos de concentração e estabelece critérios mais objetivos para a aplicação das sanções por *gun jumping*. Este normativo detalha os procedimentos para notificação, análise e julgamento de atos de concentração, além de estabelecer parâmetros para a determinação do valor das multas em casos de consumação prematura.

O “*Guia para Análise de Consumação Prévia de Atos de Concentração Econômica*”,³¹ publicado pelo CADE em 2015, representa importante documento orientativo que detalha a interpretação da autoridade sobre o tema. O Guia oferece esclarecimentos sobre as condutas que podem caracterizar *gun jumping*, exemplos práticos e orientações para as empresas evitarem problemas durante o período de análise. Este documento reflete ainda a experiência acumulada pelo CADE nos primeiros anos de aplicação do sistema de controle

30 BELLAMY & CHILD. *European Community Law of Competition*. 8. ed. Oxford: Oxford University Press, 2018. p. 664.

31 Vide <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/gun-jumping-versao-final.pdf>. Acesso em: 5 mai. 2025.

prévio e fornece maior previsibilidade para os agentes econômicos, ilustrando situações que podem caracterizar a prática de *gun jumping* no Brasil.

Entre os exemplos mais comuns estão as trocas indevidas de informações concorrentialmente sensíveis. Quando duas empresas concorrentes negociando uma fusão que ainda não foi aprovada pelo CADE e, antes dessa aprovação, começam a compartilhar dados como listas de clientes, preços praticados, políticas comerciais, margens de lucro, planos de expansão ou políticas futuras de descontos. Essas situações tendem a ser interpretadas pelo CADE como *gun jumping*, já que tal troca, em tese, reduziria ou eliminaria a rivalidade natural entre as partes.

O CADE reconhece que, no contexto de uma operação de concentração, existe necessidade legítima de compartilhamento de informações para fins de *due diligence* e planejamento da integração. No entanto, considera que o compartilhamento de informações que não seriam normalmente trocadas entre concorrentes independentes pode caracterizar *gun jumping* caso ocorra antes da aprovação da operação.

O CADE recomenda a adoção de medidas de proteção, como acordos de confidencialidade, criação de "clean teams" (equipes isoladas que têm acesso às informações sensíveis, mas não participam das decisões comerciais cotidianas) e procedimentos de divulgação gradual de informações, com progressiva sensibilidade à medida que a operação avança no processo de aprovação. A adequação dessas medidas é avaliada caso a caso, considerando o nível de sensibilidade das informações, a estrutura do mercado e o grau de concorrência entre as partes.

Outro exemplo é o de cláusulas contratuais inadequadas. Sempre que, antes da aprovação pelo CADE, o contrato preveja que uma das partes pode vetar decisões estratégicas da outra, como lançamento de produtos, alterações de preço ou fechamento de contratos com clientes relevantes, há risco. Essa cláusula pode ser interpre-

tada como antecipação de controle e, portanto, como consumação prematura do ato de concentração. O Guia estabelece que, durante o período de análise, as empresas devem continuar tomando suas decisões de forma independente, como fariam na ausência da operação.

Além disso, o CADE chama atenção para comportamentos que indicam integração prática antes da aprovação. Alguns exemplos típicos são: começar a transferir ativos (máquinas, instalações, marcas) da empresa adquirida para a adquirente antes do aval da autoridade; permitir que executivos da empresa compradora participem das decisões estratégicas ou operacionais da adquirida; unificar times de vendas e marketing; anunciar publicamente estratégias comerciais conjuntas; ou até mesmo dividir lucros antes do fechamento regulatório.

Um aspecto que sempre é objeto de questionamento pelas empresas envolvidas em uma operação é sobre o pagamento (parcial) do preço. A legislação não traz orientações específicas sobre o tema. O Guia do CADE sobre *gun jumping* esclarece que a previsão de pagamento antecipado integral ou parcial de contraprestação pelo objeto da operação, não reembolsável pode ser considerada prática de *gun jumping*, mas excetua o pagamento de um sinal típico de transações comerciais, o depósito em conta bloqueada (*escrow*), ou cláusulas que prevejam o pagamento devido caso a operação não seja consumada por vontade das partes.

É muito importante deixar claro esses contextos previstos no guia para tentar evitar a penalização. No caso envolvendo a aquisição, pela Reckitt Benckiser, de uma parte dos ativos da Hypermarchas no mercado de bem-estar sexual,³² houve a instauração de procedimento³³ para apurar a ocorrência de *gun jumping* por conta do pagamento de parte de preço. O relator do caso, seguido pelos demais

32 Vide Ato de Concentração nº 08700.003462/201679.

33 Vide Procedimento Administrativo para Apuração de Ato de Concentração nº 8700.005408/2016-68.

conselheiros, entendeu que apesar de não haver sido nomeado como “sinal”, o pagamento inicial se caracterizava como tal. Além disso, identificou que as condições do contrato aproximavam o pagamento inicial do conceito de “sinal”. Houve uma análise, ainda, das consequências do inadimplemento para avaliar a qualificação do pagamento inicial. O voto condutor do julgamento atestou que no caso do inadimplemento do comprador, o vendedor iria reter o valor adiantado. Já no caso de inadimplemento do vendedor, o valor adiantado seria devolvido, sem ser dobrado. Apesar de não haver uma coincidência com o disposto no Código Civil, o conselheiro ponderou que a norma civil tem caráter de regra supletiva, não cogente. Finalmente, quanto à disposição de retenção do pagamento inicial em caso de não aprovação pelo CADE houve consenso entre os conselheiros no sentido de que a retenção não retira sua natureza jurídica de arras.

Outro aspecto é a atuação de forma coordenada no mercado pelas partes, por exemplo, suspendendo campanhas promocionais, alterando preços de forma conjunta, interrompendo investimentos ou deixando de competir em licitações ou contratos importantes, pode ser considerado indício de consumação antecipada.

O CADE tem adotado critérios objetivos para caracterizar o *gun jumping*, baseados em análise detalhada das condutas específicas das empresas envolvidas e seu potencial impacto na estrutura competitiva dos mercados afetados.

A legislação brasileira prevê sanções específicas para o *gun jumping*, refletindo a importância atribuída à obrigação de *standstill* no sistema de controle prévio. A principal sanção é a multa administrativa no valor de R\$ 60 mil a R\$ 60 milhões.³⁴

Na mesma lei estão definidos como critérios de dosimetria das penalidades.³⁵ a gravidade da infração, a boa-fé do infrator, a vanta-

34 Vide artigo 88, §3º da Lei nº 12.529/2011.

35 Vide artigo 45, da Lei nº 12.529/2011.

gem auferida ou pretendida pelo infrator, a consumação ou não da infração, o grau de lesão, ou perigo de lesão, à livre concorrência, à economia nacional, aos consumidores, ou a terceiros, os efeitos econômicos negativos produzidos no mercado, situação econômica do infrator e a reincidência.

O guia do CADE para casos de *gun jumping* defende que se deve prestigiar os requisitos trazidos pela lei para que se assegure que o racional da dosimetria da pena em caso de *gun jumping* observe o requisito da legalidade. Traduz, nesse sentido, aspectos a serem levados em conta em um caso de concentração econômica. Cita a situação da operação quando suscitada a questão de *gun jumping* pelo CADE, vale dizer: se (i) a operação não foi notificada e foi consumada sem notificação; (ii) a operação foi notificada ao CADE apenas após a consumação e após o CADE ter instaurado um procedimento administrativo para apuração de ato de concentração (“APAC”); (iii) a operação foi notificada ao CADE apenas após a consumação, mas sem que o CADE já tivesse conhecimento de sua existência e (iv) a operação foi notificada ao CADE e consumada posteriormente, antes da decisão proferida. Também entende relevante para a dosimetria a natureza da decisão do CADE (reprovação, aprovação com restrições e aprovação sem restrições), considerando que uma operação aprovada teria menos exposição de dano concorrencial que uma operação reprovada. Por isso, menciona também a relevância da existência de sobreposição horizontal ou integração vertical. Finalmente, indica o tempo decorrido e o porte econômico do infrator.

A Resolução CADE nº 24/2019³⁶ que disciplina o procedimento administrativo para apuração de ato de concentração (APAC), traz algumas diretrizes para a dosimetria da penalidade nos casos de *gun jumping*. A pena base seria o mínimo previsto em lei – i.e. R\$ 60.000,00.

36 Vide artigos 20 a 23, da Resolução CADE nº 24, de 8 de julho de 2019.

Sobre essa base, seria aplicado como agravante o decurso do prazo, sendo computado o valor equivalente a 0,01% do valor da operação por dia de atraso, contados a partir da data da consumação até a notificação do ato de concentração ou da emenda, caso houver. Adicionalmente, a gravidade da conduta seria outro aspecto agravante, sendo possível adicionar até 4% do valor da operação, a depender da natureza da decisão do CADE (aprovação, reprovação ou aprovação com condições). Finalmente, o CADE poderia aplicar um acréscimo de até 0,4% do faturamento médio dos grupos econômicos ou conglomerados, no ano anterior à consumação da operação, com base na intencionalidade (ou ausência de boa-fé do infrator).

Após o cálculo de todos os acréscimos, se houver, o CADE deveria avaliar eventuais atenuantes. Haverá uma redução de 50% caso a notificação seja espontânea e antes do recebimento da denúncia, representação ou da instauração de APAC *ex officio* pela Superintendência-Geral ou por determinação de quaisquer membros do Tribunal Administrativo do CADE. A redução será de 30% no caso de notificação após o recebimento de denúncia, mas antes da instauração do APAC. Finalmente, o fator redutor será de 20% no caso de notificação após a instauração do APAC e antes da decisão final do CADE.

Há que se notar, no entanto, que o porte econômico do infrator (previsto no guia do CADE) ou o agravante referente ao faturamento do grupo econômico (previsto na Resolução supra) não deveriam ser relevantes. Esses critérios tornam a pena discriminatória e injusta. Sugerem a aplicação de penalidade pela situação do infrator (*size of person*) e não do fato ou infração (*size of transaction*).

Por exemplo, pode ocorrer de um grande grupo econômico estar adquirindo um ativo de poucos milhares de reais de um concorrente e, em um segundo caso, dois grupos médios estão se fundindo em outro mercado. A multa aplicada sobre o porte do infrator, ou levando-se em conta o faturamento do grupo econômico poderá produzir a desproporcional situação na qual a penalidade da primeira

hipótese será maior do que a da segunda, mesmo sendo a segunda operação mais importante sob a perspectiva concorrencial e mais relevante do ponto de vista do valor da operação.

A jurisprudência recente do CADE tem tratado de mitigar essa questão. No caso envolvendo as empresas Govesa Motors Veículos, Peças e Serviços Ltda. e Kuruma Veículos S.A.,³⁷ o voto condutor estabelece como teto da penalidade o percentual de 20%, previsto na Lei de Defesa da Concorrência como máximo para as infrações à ordem econômica,³⁸ ressalvado caso de má-fé dos infratores. Esse entendimento foi corroborado por julgado recente do CADE.³⁹

Além da multa, a lei estabelece a nulidade dos atos praticados em violação à obrigação de *standstill*. Esta sanção busca restabelecer a situação anterior à consumação prematura, anulando transferências de controle, integrações operacionais e outras alterações implementadas antes da aprovação. Na prática, a aplicação desta sanção pode enfrentar dificuldades consideráveis, especialmente em casos de integração avançada ou quando envolve terceiros de boa-fé.

A lei também prevê a possibilidade de abertura de processo administrativo para apuração de infração à ordem econômica. Isto ocorre quando o *gun jumping* está associado a condutas que possam configurar infrações concorrenciais substantivas, como acordos entre concorrentes ou abuso de posição dominante. Nestes casos, além das sanções específicas pelo *gun jumping*, as empresas podem enfrentar as penalidades previstas para infrações à ordem econômica, incluindo multas proporcionais ao faturamento.

37 Vide Procedimento Administrativo para Apuração de Ato de Concentração nº 08700.005463/2019-09.

38 Vide artigo 37, inciso I, Lei nº 12.529/2011.

39 Vide Procedimento Administrativo para Apuração de Ato de Concentração nº 08700.000974/2020-60. Este caso tratou de transferências de concessionárias realizadas com anuência da Renault em um período de 10 (dez) anos, abrangendo transações envolvendo a compra e venda de ativos tangíveis e intangíveis, como marcas, lojas, pontos comerciais, maquinário, veículos, estoque de peças e carteira de clientes.

Caso não seja demonstrada má-fé das partes na utilização simulada de processo de concentração para, de fato, coordenar suas atividades no mercado, a penalidade por infração à ordem econômica será inapropriada. Vale dizer, caso as partes estivessem genuinamente em processo de concentração, a penalidade a ser aplicada é da de *gun jumping*; por outro lado, caso provado que as partes não tinham a real intenção de implementar a concentração econômica, a multa a ser aplicada, caso a infração seja caracterizada, pode ser aquela relacionada à coordenação entre concorrentes.

O CADE tem adotado também a prática de celebração de Acordos em Controle de Concentrações (ACC)⁴⁰ como forma de solucionar casos de *gun jumping*. Estes acordos estabelecem condições para a aprovação da operação, incluindo o pagamento de contribui-

40 Vide Lei nº 12.529/2011: “Art. 61. No julgamento do pedido de aprovação do ato de concentração econômica, o Tribunal poderá aprová-lo integralmente, rejeitá-lo ou aprová-lo parcialmente, caso em que determinará as restrições que deverão ser observadas como condição para a validade e eficácia do ato.” e Regimento Interno do Cade (“Ridade”): “Art. 125. O Cade poderá receber propostas de Acordo em Controle de Concentrações - ACC desde o momento da notificação até 30 (trinta) dias após a distribuição do Ato de Concentração ao Conselheiro-Relator. § 1º O ACC será atuado em apartado e apensado ao processo administrativo para análise de ato de concentração econômica. § 2º Após o prazo previsto no caput o Conselheiro-Relator poderá abrir prazo para apresentação de proposta de ACC. § 3º As propostas de ACC serão submetidas à aprovação pelo Tribunal. § 4º O ACC negociado na Superintendência-Geral deverá ser encaminhado ao Tribunal, para homologação, juntamente com a impugnação do referido ato de concentração. § 5º Em caso de falta de informações suficientes nos autos, para a análise da adequabilidade da proposta, ou em seu juízo de conveniência e oportunidade, o Cade poderá rejeitar o ACC. § 6º Na elaboração, negociação e celebração do ACC, a Superintendência-Geral e o Conselheiro-Relator poderão solicitar a assistência de quaisquer órgãos que compõem o Cade. § 7º O Cade, a seu juízo de conveniência e oportunidade, poderá determinar que atividades relacionadas ao cumprimento do ACC sejam realizadas por empresas de consultoria ou de auditoria, ou outra instituição independente, às expensas da(s) compromissária(s). § 8º Aprovada a versão final do ACC pelo Plenário do Tribunal, será a compromissária intimada a comparecer ao Tribunal do Cade, perante o Presidente, para proceder à sua assinatura. § 9º A proposta final do Acordo em Controle de Concentrações deverá ser protocolada pelas partes até 108 (cento e oito) horas antes da sessão de julgamento. § 10 O ACC será assinado em uma via original destinada a cada compromissária e outra para os autos. § 11 No prazo de 5 (cinco) dias de sua celebração, versão pública do ACC será disponibilizada no sítio do Cade (www.cade.gov.br) durante o período de sua vigência.”

ções pecuniárias e a adoção de medidas para mitigar eventuais efeitos anticompetitivos da consumação prematura. Esta abordagem permite uma solução negociada que concilia os interesses da autoridade concorrencial com a necessidade de segurança jurídica para as empresas envolvidas.

A jurisprudência do CADE tem contribuído significativamente para o desenvolvimento do conceito de *gun jumping* no Brasil, estabelecendo parâmetros mais claros para sua caracterização e para a aplicação das sanções previstas na legislação.

6. Alguns precedentes relevantes.

O caso Cisco/Technicolor (2015)⁴¹ representa um marco na jurisprudência brasileira sobre *gun jumping*, sendo a primeira condenação significativa pela prática no país. O caso envolveu a aquisição pela Cisco da divisão de TV por assinatura da Technicolor, operação que foi implementada globalmente antes da aprovação pelo CADE. Embora as empresas tenham argumentado que a operação não produziria efeitos no Brasil até sua aprovação pelo CADE, o entendimento da autoridade foi que houve, sim, violação à obrigação de *standstill* e, conseqüentemente, foi aplicada multa de R\$ 12 milhões em virtude da prática de *gun jumping*. Este caso estabeleceu o entendimento de que operações globais devem respeitar as obrigações de notificação e *standstill* em todas as jurisdições relevantes, incluindo o Brasil.

Em análise mais aprofundada, o caso relatado traz um aspecto interessante, notadamente para operações globais. As partes anunciaram o fechamento da operação na Europa. Quando o CADE tomou conhecimento, as partes apresentaram a informação de que teria sido

41 Vide Procedimento Administrativo para Apuração de Ato de Concentração nº 08700.011836/2015-49. Este caso tratou da aquisição de uma subsidiária integral da Cisco pela Technicolor relacionada à divisão de negócios de conectividade.

celebrado acordo especial (*carve-out agreement*), pelo qual as condições de competição no Brasil seriam mantidas até decisão final do CADE. A lei brasileira de defesa da concorrência adota o princípio da extraterritorialidade. Portanto, poderá analisar atos, mesmo que praticados no exterior, que tenham efeitos no Brasil⁴². O entendimento do CADE foi que o acordo para tentar preservar as condições de competição no Brasil não foi suficiente e deveria ter sido objeto de análise e autorização da autoridade local. Caso os efeitos fossem preservados ou caso a operação tratasse de outros mercados, sem impacto no mercado brasileiro, o CADE não teria competência para julgar o caso.

Há precedentes que reforçam esse entendimento do CADE, mesmo em momentos em que há atraso na análise por falta de quórum no Tribunal⁴³. Quando as partes precisam antecipar o fechamento, total ou parcialmente, o CADE tem exigido uma discussão e aprovação prévia de eventual antecipação⁴⁴.

O caso Blue Cycle/Shimano (2016)⁴⁵ contribuiu para o estabelecimento de parâmetros sobre troca de informações sensíveis. Neste caso, o CADE constatou que houve compartilhamento prematuro de informações comercialmente sensíveis entre as empresas, incluindo dados sobre preços, custos e estratégias comerciais. O Conselho apli-

42 FELIX, Natália Oliveira. Operações internacionais e a teoria dos efeitos. In: GILBERTO, André Marques; CAMPILONGO, Celso Fernandes; VILELA, Juliana Girardelli (org.). *Concentração de empresas no direito antitruste brasileiro: teoria e prática dos atos de concentração*. São Paulo: Singular, 2011. p. 401.

43 O caso envolvendo o fechamento global da operação que transferiu o controle societário da Red Hat, Inc. para a IBM Corporation, antes da aprovação do CADE (Ato de Concentração nº 08700.001908/2019-73). Foi aplicada multa de R\$ 57 milhões pela prática de *gun jumping* nesse caso.

44 Vide, por exemplo, a operação entre Fox e Disney (Ato de Concentração nº 08700.004494/2018-53).

45 Procedimento Administrativo para Apuração de Ato de Concentração nº 08700.002655/2016-11. Este caso tratou da criação de uma *joint venture* entre RR Participações Ltda., Douek Participações Ltda. e Shimano Inc., que formou a empresa Blue Cycle, para atuar na distribuição exclusiva de peças premium de bicicletas para o segmento de reposição.

cou multa de R\$ 1,5 milhão e estabeleceu critérios mais claros sobre o tipo de informação que pode ser considerada sensível do ponto de vista concorrencial.

Conclusão.

A análise desenvolvida ao longo deste trabalho não entrou no mérito acerca da pertinência, ou não, do controle de concentração econômica. Mas, dada a sua existência, evidenciou que a vedação ao *gun jumping* é elemento estruturante dos sistemas de controle *prévio* de atos de concentração, assumindo papel indispensável na preservação da livre concorrência e na eficácia do processo decisório das autoridades antitruste. A antecipação de condutas que caracterizem a consumação, total ou parcial, de uma operação antes da autorização formal não compromete apenas o exame regulatório, mas pode alterar de forma irreversível a dinâmica competitiva de um mercado, em prejuízo tanto dos concorrentes quanto dos consumidores.

Verificou-se que o *gun jumping* pode se materializar em uma variedade de comportamentos, desde a consumação formal da operação — por meio da transferência de controle societário, ativos ou integração de estruturas — até manifestações mais sutis, como o compartilhamento de informações concorrencialmente sensíveis, a coordenação antecipada de estratégias comerciais ou o exercício informal de influência sobre as decisões da contraparte. O denominador comum entre essas condutas é o enfraquecimento da independência competitiva das empresas envolvidas antes da análise e aprovação pelo órgão antitruste.

O estudo de casos relevantes, tanto no direito brasileiro quanto no direito comparado, permitiu constatar que a complexidade das operações empresariais contemporâneas exige atenção redobrada por parte das empresas e de seus assessores jurídicos, sobretudo em razão da dificuldade de reversão dos efeitos anticompetitivos que a integração prematura pode gerar. Nesse contexto, a utilização de me-

canismos de prevenção, como *clean teams*, protocolos de governança específicos e cláusulas contratuais adequadas, representa ferramenta fundamental para a mitigação de riscos concorrenciais.

O rigor das sanções previstas pela legislação brasileira — que incluem multa, nulidade dos atos praticados e possível instauração de processo administrativo — demonstra a importância que o ordenamento atribui ao cumprimento da obrigação de manutenção da independência entre as partes até a aprovação do negócio. A par disso, observa-se que a atuação pedagógica das autoridades, por meio da publicação de guias interpretativos e da consolidação de jurisprudência estável, contribui para o amadurecimento do sistema e para a redução de incertezas jurídicas no tratamento dessas condutas.

É importante destacar que a identificação do *gun jumping* demanda sempre uma análise contextualizada e cuidadosa, capaz de distinguir a legítima preparação para a integração da implementação antecipada da operação. Essa distinção é, muitas vezes, tênue e depende não apenas da natureza formal das condutas, mas também dos efeitos práticos observados no mercado. Por esse motivo, a construção de boas práticas empresariais e a atenção às diretrizes regulatórias são indispensáveis para a conformidade em processos de fusão e aquisição.

Uma anotação adicional sobre o impacto indireto do *gun jumping* é que ele desvia recursos e expõe as partes a consequências que transcendem o aspecto financeiro⁴⁶. Um caso de *gun jumping* faz com que as partes desviem recursos e tempo para gerir um processo que não é o da aprovação da concentração em si. Além disso, a depender da gravidade do caso, pode colocar em dúvida a credibilidade das partes e, com isso, demandar, das autoridades, uma investigação mais aprofundada, com a consulta de outras partes, o que, no míni-

46 AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Section of Antitrust Law*. Premerger coordination: the emerging law of gun jumping and information exchange. Chicago: American Bar Association, 2006, p. 122.

mo, implicará maior consumo de tempo. Nesse sentido, vai de encontro ao desejo das partes de fechar o mais rápido possível a operação planejada.

O amadurecimento institucional do CADE, somado à experiência internacional consolidada, reforça a percepção de que a repressão ao *gun jumping* não possui apenas natureza sancionatória, mas desempenha também um papel preventivo e educativo no fortalecimento da cultura de defesa da concorrência. A previsibilidade normativa, aliada a condutas empresariais diligentes, representa o caminho mais seguro para compatibilizar a eficiência econômica dos negócios com os valores fundamentais da livre concorrência.

Por fim, o enfrentamento do *gun jumping* demanda essencial diálogo entre empresas e autoridades para que, de forma cooperativa, identifiquem práticas que garantam a integridade do processo concorrencial e, ao mesmo tempo, a dinâmica necessária para os negócios, preservando, acima de tudo, a segurança jurídica e a competição como valor estruturante do ordenamento jurídico.

O PIONEIRISMO BRASILEIRO NA DIVULGAÇÃO DA SUSTENTABILIDADE: UMA ANÁLISE DA RESOLUÇÃO CVM Nº 193/23 E OS IMPACTOS DAS NORMAS IFRS S1 E S2 NA GOVERNANÇA CORPORATIVA¹

BRAZILIAN PIONEERING IN SUSTAINABILITY DISCLOSURE: AN ANALYSIS OF CVM RESOLUTION NO. 193/23 AND THE IMPACTS OF IFRS S1 AND S2 STANDARDS ON CORPORATE GOVERNANCE

*Thaís Ferreira Marques**

Resumo: A crescente demanda global por informações de sustentabilidade transparentes e comparáveis impulsionou um movimento de padronização, que culminou na criação do *International Sustainability Standards Board* (ISSB) e na emissão das normas IFRS S1 e S2. Neste cenário de transformação, o Brasil assumiu uma posição pioneira com a publicação pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) da Resolução CVM nº 193/23, tornou-se o primeiro país a internalizar formalmente estes novos padrões. O presente artigo tem como objetivo analisar as principais implicações da Resolução CVM nº 193/23 para a governança corporativa e para o mercado de capitais brasileiro. Por meio de uma análise documental da nova regulamentação e de publicações de referência, o estudo detalha a transição para um modelo de reporte ancorado no *comply or explain* e com exigência de assecuração razoável. Os resultados indicam que a nor-

¹ Artigo recebido em: 08/10/2025 e aceito em: 02/03/2026.

* Mestranda na linha de pesquisa Empresa e Atividades Econômicas do Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Pós-graduada em Direito Societário e Mercado de Capitais pela Fundação Getúlio Vargas. Bacharel em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Advogada. E-mail: thais.fmarques97@gmail.com.

mativa redefine as responsabilidades fiduciárias dos conselhos de administração e exige uma profunda integração da sustentabilidade à estratégia empresarial. Conclui-se que, apesar dos desafios de implementação relacionados à qualidade dos dados e à capacitação profissional, a adoção pioneira representa uma oportunidade estratégica para as empresas brasileiras, ao passo que é capaz de facilitar o acesso a capital, aumentar a competitividade global e fortalecer a gestão de riscos.

Palavras-chave: Resolução CVM nº 193/23. IFRS S1. IFRS S2. ISSB. Governança Corporativa. Finanças Sustentáveis.

Abstract: The growing global demand for transparent and comparable sustainability information has driven a standardization movement, culminating in the creation of the International Sustainability Standards Board (ISSB) and the issuance of the IFRS S1 and S2 standards. In this transformative scenario, Brazil has assumed a pioneering position. With the publication of Resolution No. 193/23 by the Securities and Exchange Commission of Brazil (CVM), it became the first country to formally adopt these new standards. This paper aims to analyze the main implications of CVM Resolution No. 193/23 for corporate governance and the Brazilian capital market. Through a documentary analysis of the new regulation and relevant literature, the study details the transition to reporting model anchored in the comply or explain logic, which includes a requirement for reasonable assurance. The findings indicate that the regulation redefines the fiduciary duties of boards of directors and requires the deep integration of sustainability into business strategy. The paper concludes that, despite implementation challenges related to data quality and professional training, this pioneering adoption represents a strategic opportunity for Brazilian companies, capable of facilitating access to capital, increasing global competitiveness, and strengthening risk management.

Keywords: CVM Resolution No. 193/23. IFRS S1. IFRS S2. ISSB. Corporate Governance. Sustainable Finance.

Sumário: Introdução. 1. A Padronização Global dos Relatórios de Sustentabilidade: O Pa-

pel do ISSB e as Normas IFRS S1 e S2. 1.1. A Evolução e Convergência dos Frameworks de Reporte. 1.2. IFRS S1 – Requisitos Gerais para a Divulgação de Informações Financeiras Relacionadas à Sustentabilidade. 1.3. IFRS S2 – Divulgações Relacionadas ao Clima. 1.4. O Debate Global: Materialidade Financeira vs. Dupla Materialidade. 2. A Adoção no Brasil: Análise da Resolução CVM nº 193/23. 2.1. O Pioneirismo Brasileiro e o Papel do CBPS. 2.2. Estrutura e Prazos: Uma Transição Gradual. 2.3. A Exigência de Asseguração e a Elevação de Confiabilidade. 3. Impactos para a Governança Corporativa e Gestão Empresarial. 3.1. Responsabilidades Fiduciárias do Conselho de Administração. 3.2. Passos de Implementação Prática. 4. Desafios e Oportunidades para o Mercado Brasileiro. 4.1. Desafios de Implementação e Oportunidades Estratégicas. Conclusão.

Introdução.

O cenário corporativo global tem sido marcado por uma transformação sem precedentes, impulsionada por uma crescente demanda por práticas empresariais sustentáveis e responsáveis.

Nas últimas décadas, investidores, credores, reguladores e outros *stakeholders* têm desafiado as organizações a integrarem aspectos ambientais, sociais e de governança (ASG) em suas estratégias centrais, de modo a reconhecer a interconexão entre o desempenho sustentável e a perenidade dos negócios a longo prazo.

Contudo, essa demanda crescente esbarrou em um desafio latente: a proliferação de diferentes padrões e *frameworks* de relatórios – como os da *Global Reporting Initiative* (GRI), *Sustainability Ac-*

Accounting Standards Board (SASB) e Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD).

Embora meritórios, estes diversos padrões de reporte limitavam a comparabilidade dos dados e dificultavam uma avaliação consistente do desempenho das companhias.

Em resposta direta a essa necessidade de harmonização, a Fundação *International Financial Reporting Standards* (IFRS) anunciou, em novembro de 2021, a criação do ISSB.

O objetivo do novo conselho é desenvolver um padrão global de alta qualidade para as divulgações de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade, com a finalidade de permitir que os mercados de capitais avaliem de forma mais precisa os riscos e oportunidades que os fatores ASG representam para as companhias.

Como marco inaugural, o ISSB publicou, no final de junho de 2023, suas duas primeiras normas: a IFRS S1, que estabelece os requisitos gerais para a divulgação de informações de sustentabilidade, e a IFRS S2, que detalha as divulgações relacionadas ao clima.

Nesse contexto de avanço global, o Brasil posicionou-se de maneira pioneira. Em 20 de outubro de 2023, a CVM publicou a Resolução CVM nº 193, de forma a elevar o Brasil como o primeiro país do mundo a incorporar as normas do ISSB em sua regulamentação.

A normativa originalmente previa um regime gradual, com obrigatoriedade a partir de 2026. Após sucessivas alterações, sobretudo pela Resolução CVM nº 244/26, de 29 de maio de 2026, que revogou o dispositivo de adoção e, posteriormente, obrigatória, o regime tornou-se permanentemente voluntário, sujeito à regra do pratique ou explique para as companhias abertas, a partir de 2027, inaugurando, uma nova era de reporte corporativo no país.

Diante deste cenário, o presente artigo se propõe a responder à seguinte questão: quais são as principais implicações da internalização das normas IFRS S1 e S2, por meio da Resolução CVM nº 193/23, para fins de governança corporativa e a competitividade das empresas no mercado de capitais brasileiro?

Para responder a essas perguntas, o objetivo geral deste estudo é analisar a Resolução CVM nº 193/23 e seu impacto na estrutura de reporte de sustentabilidade e na governança das companhias abertas no Brasil.

Os objetivos específicos são: a) descrever o cenário global que levou à criação das normas IFRS S1 e S2; b) detalhar os principais requisitos da Resolução CVM nº 193/23, ao detalhar prazos e exigências de asseguração; c) discutir as novas responsabilidades para os conselhos de administração e agentes de governança; e d) identificar os desafios e as oportunidades decorrentes da adoção da nova regulamentação.

Para atingir tais objetivos, o estudo adota uma abordagem qualitativa, fundamentada em pesquisa documental e bibliográfica. A análise se concentra em fontes primárias, como o texto integral da Resolução CVM nº 193/23 e das normas IFRS S1 e S2, e em fontes secundárias, como guias de referência do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), relatórios técnicos e comunicados oficiais de órgãos reguladores.

O artigo está estruturado em quatro seções, além desta introdução. A primeira seção abordará a padronização global dos relatórios de sustentabilidade, detalhará o papel do ISSB e os fundamentos das normas IFRS S1 e S2. A segunda seção se dedicará à análise da Resolução CVM nº 193/23. A terceira seção discutirá os impactos diretos na governança corporativa e na gestão empresarial. Por fim, a quarta seção explorará os desafios e as oportunidades para o mercado brasileiro, seguida pela conclusão.

1. A Padronização Global dos Relatórios de Sustentabilidade: O Papel do ISSB e as Normas IFRS S1 e S2.

A jornada rumo à padronização dos relatórios de sustentabilidade é fruto de uma evolução, marcada pela necessidade de fornecer informações consistentes, comparáveis e verificáveis ao mercado de capitais, uma vez que “nas últimas duas décadas e para além destes

relatórios financeiros, um número crescente de empresas de vários setores e geografias estão a comunicar às suas partes interessadas as suas iniciativas e desempenho nos domínios ambiental, social e de governação (ASG)".²

A multiplicidade de padrões limitava a função de informação essencial para os mercados, segundo Eccles e Serafeim, "os relatórios corporativos visam fornecer a todas essas contrapartes as informações necessárias para realizar transações com uma empresa. Isso pode ser chamado de "função de informação" dos relatórios corporativos."³

A criação do ISSB e a subsequente emissão das normas IFRS S1 e S2 representam o ápice desse processo de convergência ao consolidar décadas de esforços e múltiplos *frameworks* em uma base global unificada.

De acordo com as cartas recebidas pela *International Accounting Standards Board* (IASB), a fim de discutir as IFRS S1 e S2:

As 735 cartas recebidas pelo IASB totalizaram um montante de 8.753 páginas de conteúdo. Desse total, 665 (90,47%) foram enviadas em nome de organizações, enquanto 69 (9,38%), de forma individual. O continente europeu foi o mais presente no envio das cartas, representando 36,19%. De forma global, os países que mais participaram

2 O trecho correspondente na tradução é: "In the last two decades and in addition to these financial reports, a growing number of companies across sectors and geographies are communicating to their stakeholders their initiatives and performance within the environmental, social and governance (ESG) domains." (IOANNOU, Ioannis; SERAFEIM, George. *The Rise and Consequences of Corporate Sustainability Reporting*. *The European Business Review*, 28 set. 2011. Disponível em: <https://www.europeanbusinessreview.com/the-rise-and-consequences-of-corporate-sustainability-reporting/>. Acesso em: 28 maio 2025.)

3 O trecho correspondente na tradução é: "Corporate reporting aims to provide all of these counterparties with the information they need in order to transact with a company. This can be called the 'information function' of corporate reporting." (ECCLES, Robert G.; SERAFEIM, George. *Corporate and Integrated Reporting: A Functional Perspective*. In: LAWLER, Ed; MOHRMAN, Sue; O'TOOLE, James (org.). *Corporate Stewardship: Achieving Sustainable Effectiveness*. Sheffield: Greenleaf, 2015. cap. 9, p.2. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2388716>. Acesso em: 27 set. 2025.)

foram: Reino Unido, EUA, Canadá, Austrália, China, França, Brasil e Japão. Com relação aos grupos de interesses, as empresas são o grupo que mais se destaca, representando 42,04% do total das cartas. Ainda, das empresas, 10% são instituições financeiras.⁴

A padronização proposta pelo ISSB foi essencial, dado que com *frameworks* como o GRI, a determinação do que era material variava muito, o que justificou a necessidade de um padrão de reporte focado no investidor. A despeito do crescente interesse pelo assunto, poucos estudos propõem modelos práticos para a análise da materialidade.⁵

A convergência para as normas do ISSB superou a simples resposta à fragmentação de padrões e se consolidou como um movimento validado pelo mercado global. Ao focar no investidor, o ISSB soluciona a lacuna de comparabilidade de frameworks mais flexíveis, como a GRI, cuja definição de materialidade era inconsistente.

Com isso, o desafio principal passa da criação da norma para sua aplicação efetiva, o que torna fundamental o desenvolvimento de modelos práticos para a análise de materialidade neste novo cenário.

1.1. A Evolução e Convergência dos *Frameworks* de Reporte.

Antes da criação do ISSB, o ecossistema de relatórios de sustentabilidade era fragmentado, composto por diversas iniciativas voluntárias. Organizações como a GRI, pioneira na criação de padrões

4 SILVA, Annandy Raquel Pereira da; FERREIRA, Denize Demarche Minatti. *Normas Internacionais de Sustentabilidade (IFRS S1 & S2): análise preliminar das cartas de comentários enviadas ao IASB*. In: ENCONTRO INTERNACIONAL SOBRE GESTÃO EMPRESARIAL E MEIO AMBIENTE (ENGEMA), 25., 2023. Anais [...]. São Paulo: FIA, 2023.

5 CALABRESE, Armando *et al.* Materiality analysis in sustainability reporting: a tool for directing corporate sustainability towards emerging economic, environmental and social opportunities. *Technological and Economic Development of Economy*, v. 25, n. 5, p. 1016-1038, 2019, p. 1033. DOI: 10.3846/tede.2019.10550.

de relato desde 1997,⁶ focavam na transparência dos impactos de uma organização na economia, no meio ambiente e nas pessoas.

Outras, como o SASB, surgiram para atender à demanda específica do mercado financeiro por indicadores padronizados por setor,⁷ com foco na materialidade financeira.

A TCFD, criada em 2015, foi uma mudança estrutural ao estabelecer recomendações para a divulgação de riscos e oportunidades financeiras relacionadas ao clima, estruturadas em quatro pilares essenciais:⁸ (i) Governança, (ii) Estratégia, (iii) Gestão de Riscos, e (iv) Métricas e Metas.

A ampla adesão a essa estrutura sinalizou ao mercado a urgência de uma abordagem padronizada. Ao reconhecer essa necessidade, a IFRS *Foundation* iniciou um movimento de consolidação, ao incorporar o *Value Reporting Foundation* (que já havia unido o *International Integrated Reporting Council* e o SASB) e o *Climate Disclosure Standards Board* (CDSB).⁹

Esse processo culminou na transferência da supervisão da estrutura TCFD para o ISSB em 2024 e consolidou seu legado como a base das novas normas globais.

De acordo com o Relatório de Status TCFD de 2023, por meio da carta de Michael R. Bloomberg:

6 Disponível em: <https://www.globalreporting.org/about-gri/vision-mission-and-history/>. Acesso em 27 set. 2025.

7 IFRS FOUNDATION. *About us*. IFRS, 2025. Disponível em: <https://sasb.ifrs.org/about/>. Acesso em: 28 set. 2025.

8 TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES. *About the TCFD*. Task Force on Climate-related Financial Disclosures, [s.d.]. Disponível em: <https://www.fsb-tcfid.org/about/>. Acesso em: 28 set. 2025.

9 INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Guia para conselheiros: normas de sustentabilidade IFRS S1 e S2*. São Paulo: IBGC, 2024. 55 p., p. 13.

As recomendações finais do TCFD, publicadas em junho de 2017, foram elaboradas para fornecer uma estrutura para as empresas divulgarem informações financeiras críticas relacionadas ao clima, a fim de aumentar a consistência e a comparabilidade em todo o mundo. Seis anos depois, as recomendações tornaram-se a base para os requisitos nacionais e internacionais de divulgação relacionados ao clima — inclusive como a linha de base global definida pelos padrões gerais de divulgação relacionados à sustentabilidade e ao clima do Conselho Internacional de Normas de Sustentabilidade — e impulsionaram uma consistência muito maior nos relatórios relacionados ao clima das empresas. Em suma, o trabalho da Força-Tarefa tem sido um sucesso inequívoco.¹⁰

A consolidação da estrutura do TCFD pelo ISSB representa, assim, o fim de uma era de fragmentação voluntária e o início de um novo padrão para os relatórios corporativos.

O êxito da força-tarefa, conforme destacado por Michael R. Bloomberg, não apenas validou a necessidade de uma linguagem comum para os riscos climáticos, mas também preparou o caminho para a criação de um padrão global unificado.

Com a edição das normas IFRS S1 e S2, o legado do TCFD evolui para impulsionar a transparência e a comparabilidade das informações de sustentabilidade em âmbito global, de modo a integrá-las, em caráter definitivo, às decisões financeiras e estratégicas das organizações.

10 O trecho correspondente na tradução é: “The final TCFD recommendations published in June 2017 were designed to provide a framework for companies to disclose critical climate-related financial information to help increase consistency and comparability around the world. Six years later, the recommendations have become the foundation for national and international climate-related disclosure requirements — including as the global baseline set by the International Sustainability Standards Board’s general sustainability-related and climate-related disclosure standards — and have driven far greater consistency in companies’ climate-related reporting. In short, the Task Force’s work has been an unequivocal success.” (TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES. 2023 Status Report. [S.l.], 2023.152 p, p. 1).

1.2. IFRS S1 – Requisitos Gerais para a Divulgação de Informações Financeiras Relacionadas à Sustentabilidade.

A IFRS S1 funciona como uma estrutura conceitual e principiológica para o reporte de sustentabilidade. Seu objetivo principal¹¹ é exigir que as companhias divulguem informações sobre todos os riscos e oportunidades significativos relacionados à sustentabilidade que possam, razoavelmente, afetar o fluxo de caixa, o acesso a financiamento e o custo de capital da empresa no curto, médio e longo prazo.

Há o estabelecimento na IFRS S1 dos alicerces para as divulgações, centrados em conceitos-chave, como por exemplo, o conceito de materialidade financeira, que significa que a informação é considerada material se sua omissão, distorção ou obscuridade puder influenciar as decisões dos provedores de capital.¹²

Essa perspectiva alinha o relatório de sustentabilidade diretamente às demonstrações financeiras,¹³ ao focar nos fatores que afetam o valor da empresa.

A IFRS S1 também adota e expande os pilares da TCFD¹⁴ para abranger todos os temas de sustentabilidade, não apenas o clima. As companhias devem divulgar, quanto à governança, os processos e controles utilizados para monitorar e gerenciar os riscos e oportunidades de sustentabilidade.¹⁵

Quanto à estratégia, a abordagem para gerenciar riscos e

11 INTERNATIONAL SUSTAINABILITY STANDARDS BOARD (ISSB). *IFRS S1: Requisitos Gerais para Divulgação de Informações Financeiras Relacionadas à Sustentabilidade*. Londres: IFRS Foundation, 2023.

12 IFRS S1, par. 18, Materialidade.

13 IFRS S1, par. 1º, Objetivo.

14 IFRS S1, par. 25.

15 IFRS S1, par. 26-27, Governança.

oportunidades, e como estes afetam o modelo de negócio e a estratégia da empresa.¹⁶ Quanto à gestão de riscos, como os riscos e oportunidades de sustentabilidade são identificados, avaliados e gerenciados.¹⁷

Por fim, quanto às métricas e metas, os indicadores utilizados para medir e gerenciar o desempenho em relação aos riscos e oportunidades e inclui o progresso em direção às metas estabelecidas.¹⁸

Com base no exposto, a IFRS S1 não apenas padroniza o reporte, mas também o integra diretamente à análise de valor da empresa e fornece aos provedores de capital informações essenciais para a tomada de decisão.

1.3. IFRS S2 – Divulgações Relacionadas ao Clima.

Enquanto a IFRS S1 estabelece a base, a IFRS S2 aprofunda as exigências para as mudanças climáticas.¹⁹

Concebida para ser utilizada em conjunto com a IFRS S1, ela incorpora integralmente as recomendações da TCFD e exige divulgações detalhadas, como, por exemplo: (i) riscos físicos e de transição, (ii) análises de cenário e resiliência da estratégia e (iii) métricas climáticas e emissões de Gases de Efeito Estufa (GEE), abaixo pormenorizados.

Quanto aos riscos físicos e de transição, as companhias devem reportar sua exposição a riscos físicos, que podem ser agudos (even-

16 IFRS S1, par. 28-42, Estratégia.

17 IFRS S1, par. 43-44, Gestão de Riscos.

18 IFRS S1, par. 45-53, Métricas e Metas.

19 INTERNATIONAL SUSTAINABILITY STANDARDS BOARD (ISSB). *IFRS S2 Climate-related Disclosures*. IFRS Foundation, 2023. Disponível em: <https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s2-climate-related-disclosures/>. Acesso em: 28 set. 2025.

tos climáticos extremos como enchentes e secas) ou crônicos (mudanças de longo prazo como a elevação do nível do mar).²⁰

Adicionalmente, devem ser detalhados os riscos de transição, associados à migração para uma economia de baixo carbono, como mudanças regulatórias, tecnológicas e de mercado.²¹

Quanto a análise de cenários e resiliência da estratégia, a norma determina que as companhias avaliem a resiliência de suas estratégias frente a diferentes cenários climáticos.²² Isso não significa prever o futuro, notadamente impossível, mas sim testar a robustez do modelo de negócio em diferentes trajetórias de aquecimento e demonstrar aos investidores a capacidade de adaptação da companhia.

Por fim, quanto a Métricas Climáticas e Emissões de Gases de Efeito Estufa (GEE), a IFRS S2 exige a divulgação de métricas interseoriais, com destaque para as emissões de gases de efeito estufa (GEE) nos Escopos 1 (emissões diretas), 2 (emissões indiretas pelo consumo de energia) e, crucialmente, 3 (todas as outras emissões indiretas na cadeia de valor).²³

A divulgação do Escopo 3 é um dos aspectos desafiadores,²⁴ mas fundamental para uma visão completa do impacto climático da companhia.

Em conjunto, as normas IFRS S1 e S2 criam uma base global coerente e robusta, projetada para fornecer ao mercado de capitais as informações necessárias para a tomada de decisão em uma era de transição para uma economia e finanças mais sustentáveis.

20 IFRS S2, par. 29 (c) e Apêndice A, Riscos físicos relacionados ao clima.

21 IFRS S2, par. 29 (b) e Apêndice A, Riscos de transição relacionados ao clima.

22 IFRS S2, par. 9 (e), par. 22 e Apêndice A, Resiliência Climática.

23 IFRS S2, par. 29 (a) e Apêndice B, B19-B63.

24 IFRS S2, Apêndice B, B33-B38.

Cumprе destacar que as novas normas do ISSB (IFRS S1 e IFRS S2) foram “[...] estruturadas de forma coerente para fornecer divulgações corporativas abrangentes, exaustivas e consistentes sobre sustentabilidade em geral e questões relacionadas ao clima.”²⁵

A arquitetura das normas IFRS S1 e S2, detalhada até aqui, fundamenta-se em um pilar conceitual específico: a materialidade financeira, que prioriza os riscos e oportunidades com potencial para afetar o valor da empresa. Contudo, essa abordagem se insere no epicentro de um intenso debate global sobre o verdadeiro alcance do relato corporativo.

A subseção seguinte aprofunda essa discussão ao contrastar a visão do ISSB com a perspectiva da dupla materialidade, que amplia o escopo para abranger também os impactos da organização sobre a economia, o meio ambiente e as pessoas.

1.4. O Debate Global: Materialidade Financeira vs. Dupla Materialidade.

É fundamental notar que a base conceitual adotada pelo ISSB, e consequentemente internalizada no Brasil pela Resolução CVM nº 193/23,²⁶ é a da materialidade financeira.

Conforme detalhado na IFRS S1, o foco reside em como os riscos e oportunidades de sustentabilidade afetam o valor da empresa

25 O trecho correspondente na tradução é: “[...] the two Drafts S1 and S2, are structured coherently to provide comprehensive, exhaustive and consistent corporate disclosures on sustainability in general and climate-related issues.” (AVI, Maria Sílvia. Climate Impact and Corporate Communication: The European and Italian Situation and the Issb Proposal Outlined in Exposure Drafts S2 Climate-Related Disclosure - 29 March 2022. *Journal of Economics, Finance and Management Studies*, v. 5, n. 5, p. 1173-1196, 2022, p. 1191.)

26 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Resolução CVM nº 193, de 20 de outubro de 2023*. Dispõe sobre a elaboração e divulgação do relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade, com base no padrão internacional emitido pelo International Sustainability Standards Board - ISSB. Rio de Janeiro: CVM, 2023.

a curto, médio e longo prazo. Essa abordagem visa atender, primariamente, às necessidades de informação de investidores e outros provedores de capital:

A Norma IFRS S1 / CBPS 01 exige que as empresas divulguem informações materiais sobre riscos e oportunidades relacionados à sustentabilidade que possam impactar seus fluxos de caixa, acesso a financiamento ou custo de capital no curto, médio e longo prazos. Em outras palavras, um tema é considerado financeiramente material quando sua omissão, distorção ou obscurecimento pode influenciar as decisões dos principais usuários dos relatórios financeiros, como investidores, credores e analistas financeiros. Essa definição do *International Sustainability Standards Board* (ISSB) reforça a necessidade de uma conexão robusta entre sustentabilidade e finanças.²⁷

Contudo, em paralelo ao movimento do ISSB, a União Europeia avançou com uma perspectiva mais abrangente, consagrada em seus *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS): a dupla materialidade.²⁸ Este conceito exige que as empresas reportem sob duas lentes.

A primeira é a da materialidade financeira (como o ambiente afeta a empresa), alinhada ao ISSB. A segunda, denominada materialidade de impacto, inverte a lógica e obriga o relato sobre como a empresa afeta a sociedade e o meio ambiente, independentemente de esses impactos gerarem consequências financeiras imediatas.

Dessa forma, a abordagem europeia amplia o escopo do reporte para além dos investidores ao incluir outros *stakeholders* como a sociedade civil, consumidores e reguladores.

27 ROMAN, Denys. MATERIALIDADE FINANCEIRA & SUSTENTABILIDADE: O DESAFIO DA IFRS S1 / CBPS 01. *Revista RI - Relações com Investidores*, n. 290, abr. 2025. Disponível em: <https://www.revistari.com.br/290/2337>. Acesso em: 28 set. 2025.

28 MURCIA, Fernando Dal-Ri. A nova "revolução" da divulgação das informações sobre sustentabilidade empresarial e as normas do ISSB. *Revista Brasileira de Contabilidade*, v. 53, n. 269, p. 25-41, set./out. 2024, p. 35.

2. A Adoção no Brasil: Análise da Resolução CVM nº 193/23.

A transição de um cenário de múltiplos *frameworks* voluntários para um padrão global unificado de divulgação de sustentabilidade ganhou um impulso decisivo no Brasil com a publicação da Resolução CVM nº 193, em 20 de outubro de 2023.

Para a CVM, a norma não apenas alinha o mercado de capitais brasileiro às melhores práticas internacionais, mas posiciona o país como uma liderança global por ser a primeira jurisdição a incorporar formalmente as normas do IASB em seu arcabouço regulatório.²⁹

Esta seção detalha os pilares da resolução, seus prazos de implementação e as novas exigências que redefinirão o reporte corporativo no país.

2.1. O Pioneirismo Brasileiro e o Papel do CBPS.

A decisão da CVM de adotar as normas IFRS S1 e S2 segue a recomendação da *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), que endossou os padrões do IASB como uma base global efetiva para a divulgação de informações aos investidores.³⁰ Para a IOSCO:

O Conselho da IOSCO endossa as normas finais do IASB sobre Requisitos Gerais para Divulgação de Informações Financeiras Relacionadas à Sustentabilidade (IFRS S1) e Divulgação Relacionada ao Clima (IFRS S2) e solicita aos membros que considerem maneiras pelas quais eles podem

29 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Brasil é 1º país no mundo a adotar relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade emitidas pelo IASB*. Brasília, DF: CVM, 20 out. 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2023/brasil-e-1o-pais-no-mundo-a-adotar-relatorio-de-informacoes-financeiras-relacionadas-a-sustentabilidade-emitidas-pelo-iasb>. Acesso em: 27 set. 2025.

30 INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Guia para conselheiros: normas de sustentabilidade IFRS S1 e S2*. São Paulo: IBGC, 2024. 55 p. 9.

adotar, aplicar ou de outra forma serem informados pelas Normas do ISSB [...] Com base nessa revisão, a IOSCO concluiu que as Normas do ISSB servem como uma estrutura global eficaz e proporcional de divulgações focadas no investidor em relação a questões relacionadas ao clima [...] A IOSCO concluiu que as Normas do ISSB são apropriadas para o propósito de ajudar os mercados financeiros globalmente integrados a avaliar com precisão os riscos e oportunidades de sustentabilidade relevantes.³¹

Ao agir rapidamente, a autarquia brasileira sinalizou um forte compromisso com a agenda de finanças sustentáveis e com o aumento da transparência, consistência e comparabilidade das informações ASG.

Um ator fundamental nesse processo é o Comitê Brasileiro de Pronunciamentos de Sustentabilidade (CBPS), criado pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC).

O CBPS atua como o ponto de contato do ISSB no Brasil e é responsável por traduzir e adaptar as normas internacionais à realidade do mercado brasileiro. O CBPS emitiu os pronunciamentos técnicos que servem de base para a regulação da CVM.

Dessa forma, as normas internacionais IFRS S1 e IFRS S2 são internalizadas no Brasil como os pronunciamentos CBPS 01³² e CBPS

31 O trecho correspondente na tradução é: "The IOSCO Board endorses the International Sustainability Standards Board's (ISSB) final standards on General Requirements for Disclosures of Sustainability-related Financial Information (IFRS S1) and Climate-Related Disclosures (IFRS S2) and calls on members to consider ways in which they might adopt, apply or otherwise be informed by the ISSB Standards [...] Based on this review, IOSCO has concluded that the ISSB Standards serve as an effective and proportionate global framework of investor-focused disclosures in relation to climate-related matters [...] IOSCO has concluded that the ISSB Standards are appropriate for the purpose of helping globally integrated financial markets accurately assess relevant sustainability risks and opportunities." (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). IOSCO endorsement assessment of the ISSB Standards for sustainability-related disclosures. Madrid: IOSCO, 2023. 19 p. p.1.).

32 COMITÊ BRASILEIRO DE PRONUNCIAMENTOS DE SUSTENTABILIDADE (CBPS). *CBPS 01: Requisitos Gerais para Divulgação de Informações Financeiras Relacionadas à Sustentabilidade*.

02,³³ respectivamente. Tais pronunciamentos foram aprovados pela CVM por meio das Resoluções CVM nº 217/24 e 218/24, respectivamente.

Em suma, o percurso das normas IFRS S1 e S2 até sua efetivação no Brasil ilustra uma bem-sucedida cadeia de validação e adaptação, iniciada pela chancela da IOSCO e concluída pela CVM.

O papel do CBPS como intermediário técnico foi crucial para converter o padrão global em uma norma aplicável à realidade brasileira, resultando em um marco regulatório que alinha o país às mais altas exigências de transparência em sustentabilidade.

2.2. Estrutura e Prazos: Uma Transição Gradual.

A Resolução CVM nº 193/23 estabelece um cronograma de implementação gradual, o que permite que as empresas se adaptem às novas exigências. A estrutura organiza-se em torno de uma fase inicial de adoção voluntária e de um regime progressivo de incentivos à transparência, culminando, a partir de 2027, no mecanismo de pratique ou explique para as companhias abertas.

Na redação originária da Resolução CVM nº 193/23, na fase de adoção voluntária, as companhias abertas, fundos de investimento e companhias securitizadoras poderiam optar por elaborar e divulgar o relatório de sustentabilidade nos moldes do ISSB a partir dos exercícios sociais iniciados em 1º de janeiro de 2024.³⁴

As empresas que aderissem antecipadamente se beneficiariam de flexibilizações (*reliefs*), como a dispensa de apresentar informações comparativas no primeiro ano de adoção, uma medida que visava faci-

[S. I.], 2024. Disponível em: <https://www.facpcs.org.br/CBPS/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=159>. Acesso em: 27 set. 2025.

33 COMITÊ BRASILEIRO DE PRONUNCIAMENTOS DE SUSTENTABILIDADE (CBPS). *CBPS 02: Divulgações Relacionadas ao Clima*. [S. I.], 2024. Disponível em: <https://www.facpcs.org.br/CBPS/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=160>. Acesso em: 28 set. 2025.

34 Resolução CVM nº 193/23, art. 1º, *caput*.

litar a transição. Com a posterior revogação do Art. 2º da Resolução CVM nº 193/23 pela Resolução CVM nº 244/26 e a consequente extinção da fase de adoção obrigatória, o regime de *reliefs* previsto no Art. 3º perdeu objeto, tendo o referido dispositivo recebido nova redação.³⁵

A CVM não apenas regulou, mas buscou ativamente o feedback do mercado por meio de pesquisa aberta:

O objetivo é ouvir diversos públicos, como companhias abertas, investidores, auditores e consultorias especializadas, e obter insumos para dar continuidade ao trabalho de monitoramento do assunto pela CVM, com base em um ambiente que privilegie o aprendizado e a troca de experiências, facilitando a transição para a fase obrigatória.³⁶

Atenta ao diálogo com o mercado, a CVM também promoveu ajustes pontuais na norma original. A Resolução CVM nº 219/24³⁷, por exemplo, alterou os prazos de entrega do relatório, ao definir que nos exercícios de adoção voluntária, a entrega deveria ocorrer em até 9 meses após o encerramento do exercício social, e no primeiro exercício de adoção obrigatória, na mesma data do Formulário de Referência (FRE).³⁸

Posteriormente, a Resolução CVM nº 227/25³⁹ refinou ainda mais os procedimentos para a declaração da adoção voluntária e estendeu o prazo para o comunicado ao mercado referente ao exercício de 2025 para até 31 de dezembro de 2025.⁴⁰

35 Resolução CVM nº 193/23, art. 3º, *caput*.

36 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *CVM lança pesquisa ampla relacionada aos reportes de sustentabilidade tratados na Resolução CVM 193*. Brasília, DF: CVM, 28 set. 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2025/cvm-lanca-pesquisa-ampla-relacionada-aos-reportes-de-sustentabilidade-tratados-na-resolucao-cvm-193>. Acesso em: 28 set. 2025.

37 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 219, de 29 de outubro de 2024. Altera a Resolução CVM nº 193, de 20 de outubro de 2023. Rio de Janeiro: CVM, 2024.

38 Resolução CVM nº 219/24, art. 5º, inc. I e II.

39 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 227, de 31 de março de 2025. Altera a Resolução CVM nº 193, de 20 de outubro de 2023. Rio de Janeiro: CVM, 2025.

40 Resolução CVM nº 227/25, art. 1º, § 2º, inc. II.

Além disso, formalizou que o regime de divulgação a partir de 2026 teria como base as normas emitidas pelo CBPS e aprovadas pela CVM, consolidando o processo de internalização.⁴¹

Dessa forma, a jornada de implementação da Resolução CVM nº 193/23 é marcada por uma construção gradual. Ao partir de uma adesão voluntária e flexível, a CVM progressivamente ajustou a rota com base no retorno do mercado, conforme demonstrado pelas Resoluções CVM nº 219/24 e nº 227/25.

Este percurso metodológico assegura que a transição para o novo paradigma de relatórios de sustentabilidade seja não apenas uma imposição, mas um processo assimilado pelo mercado, que avança para um novo paradigma de transparência sob as normas nacionais a partir de 2026.

A esse percurso somou-se, mais recentemente, a Resolução CVM nº 244, de 29 de maio de 2026,⁴² que altera a Resolução CVM nº 193/23, com aplicação a partir dos exercícios sociais iniciados em 1º de janeiro de 2026.

Suas inovações mais relevantes são cinco. Primeiro, e mais estrutural, o Art. 1º da Resolução CVM nº 244/26 revogou expressamente o Art. 2º da Resolução CVM nº 193/23, dispositivo que estabelecia a adoção obrigatória do regime de divulgação a partir de 1º de janeiro de 2026, bem como o inciso III do Art. 5º. Com essa supressão, o sistema deixou de comportar uma fase obrigatória, tornando-se integralmente voluntário, mitigado pelos novos mecanismos detalhados a seguir.

Segundo, introduziu um comprometimento mínimo de continuidade: a entidade que optar pela elaboração e divulgação das informações financeiras relacionadas a sustentabilidade deverá publicá-las por no mínimo três exercícios sociais seguidos (novo § 4º do art. 1º), o que cria um custo de saída para quem ingressa voluntariamente no regime.

41 Resolução CVM nº 227/25, art. 2º.

42 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 244, de 29 de maio de 2026. Altera a Resolução CVM nº 193, de 20 de outubro de 2023. Rio de Janeiro: CVM, 2026.

Terceiro, formalizou o procedimento de saída: a entidade que decidir interromper a publicação deve comunicar ao mercado tal decisão até a data de arquivamento das demonstrações financeiras anuais na CVM do exercício anterior àquele em que deixará de publicar (novo § 5º do art. 1º), assegurando previsibilidade aos investidores.

Quarto, e sobretudo relevante para a governança corporativa, o art. 3º foi integralmente reformulado. Seu novo caput passou a exigir, para os fins do art. 1º, declaração explícita e sem reservas de aderência às normas emitidas pelo CBPS e ISSB. Tal exigência, na redação anterior, figurava no parágrafo único e estava vinculada ao regime de reliefs da fase voluntária; com a reformulação, passa a constituir dever autônomo de toda entidade optante.

Por sua vez, o novo parágrafo único do art. 3º consagrou, a partir de 1º de janeiro de 2027, um mecanismo de *comply or explain*: a companhia aberta que optar por não arquivar relatório de sustentabilidade deverá justificar essa opção por comunicado ao mercado, descrevendo os motivos da Administração, o que torna a omissão não mais neutra, mas passível de escrutínio público.

Quinto, revisou os prazos de entrega,⁴³ ao fixar que, no primeiro exercício social de arquivamento, o relatório deve ser entregue na mesma data do Formulário de Referência, e, a partir do segundo exercício, em até três meses do encerramento do exercício social ou na mesma data de envio das demonstrações financeiras, o que ocorrer primeiro.

2.3. A Exigência de Asseguração e a Elevação de Confiabilidade.

Um dos avanços mais significativos da Resolução CVM nº 193/23 é a exigência de que o relatório de sustentabilidade seja verificado por um auditor independente registrado na CVM.

Essa medida é crucial para aumentar a confiança e a credibilidade das informações divulgadas e mitigar riscos de *greenwashing*,

⁴³ Resolução CVM nº 244/26, art. 2º, nova redação do art. 5º, incs. I e II da Resolução CVM nº 193/23.

literalmente traduzido como lavagem verde, que consiste em uma estratégia de marketing de cunho ilusório no qual empresas desenvolvem seus produtos como ambientalmente responsáveis sem cumprir os critérios reais e associáveis de sustentabilidade.⁴⁴

Segundo artigo publicado na Valor Investe, Fernando Dal-ri considera que:

A grande virada de chave está na exigência de que as informações divulgadas sejam auditadas por um auditor independente e registrado na CVM. É a ‘morte anunciada’ do ‘greenwashing’, pois exigirá das companhias um processo robusto de controles internos e evidências que comprovem suas alegações ESG.⁴⁵

A exigência de asseguuração também seguirá uma implementação progressiva. Para os exercícios sociais encerrados até o final de 2025, será exigida asseguuração de nível limitado.

Nesse processo, o auditor realiza um conjunto de procedimentos para verificar se há indícios de distorções relevantes, e ao final expressará uma conclusão de forma negativa.

A partir dos exercícios iniciados em 1º de janeiro de 2026, a exigência eleva-se para asseguuração razoável. Este é um nível de verificação significativamente mais profundo e rigoroso, similar ao da auditoria das demonstrações financeiras.

Cumprе ressaltar que:

a revogação da fase de adoção obrigatória pela Resolução CVM nº 244/26, o Art. 6º da Resolução CVM nº 193/23 permanece em vigor, de modo que a exigência de asseguuração razoável A partir

44 BRASIL. Ministério da Justiça e Segurança Pública. *Greenwashing: entenda o que é e aprenda a se defender de propagandas falsas*. Disponível em: <https://www.gov.br/mj/pt-br/assuntos/noticias/greenwashing-entenda-o-que-e-e-aprenda-a-se-defender-de-propagandas-falsas>. Acesso em: 28 set. 2025.

45 MURCIA, Fernando Dal-Ri. *Opinião: Resolução CVM 193, a morte anunciada do greenwashing*. Valor Investe, 24 out. 2023. Coluna Opinião. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/coluna/opinio-resolucao-cvm-193-a-morte-anunciada-do-greenwashing.ghtml>. Acesso em: 28 set. 2025.

de 1º de janeiro de 2026 incide apenas sobre as entidades que voluntariamente optarem pela elaboração e divulgação do relatório.⁴⁶

Essa progressão para a asseguuração razoável representa uma mudança fundamental, que demandará das empresas um aprimoramento significativo de suas políticas, processos de coleta de dados e, especialmente, de seus controles internos para garantir a precisão e a rastreabilidade das informações ASG.

3. Impactos para a Governança Corporativa e Gestão Empresarial.

A internalização das normas IFRS S1 e S2, por meio da Resolução CVM nº 193/23, transcende a esfera do reporte financeiro e penetra no núcleo da governança e da gestão estratégica das empresas.

A nova regulamentação exige uma mudança de paradigma: as questões de sustentabilidade deixam de ser um tema periférico, muitas vezes confinado a uma área específica, para se tornarem um componente central da supervisão do conselho e da tomada de decisão executiva.

A integração efetiva desses fatores torna-se, portanto, um imperativo para a conformidade e para a criação de valor a longo prazo das companhias.

3.1. Responsabilidades Fiduciárias do Conselho de Administração.

A governança climática e de sustentabilidade passa a ser uma responsabilidade fiduciária explícita do conselho de administração,

⁴⁶ OLIARI, Reinaldo; SOARES, Daniele. *Entenda as normas IFRS S1 e IFRS S2*. Deloitte, [2023]. Disponível em: <https://www.deloitte.com/br/pt/services/audit-assurance/perspectives/normas-sustentabilidade-fatores-climaticos.html>. Acesso em: 28 set. 2025.

dado que “a incorporação das questões climáticas, ambientais e sociais na pauta dos conselhos e na estratégia de negócios é parte dos deveres fiduciários dos conselheiros”.⁴⁷

Ainda segundo a Lei nº 6.404/76,⁴⁸ conhecida como Lei das Sociedades por Ações (LSA), o administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios⁴⁹.

Os conselheiros são agora incumbidos de supervisionar ativamente os riscos e oportunidades que as questões climáticas e de sustentabilidade representam para a resiliência da empresa:

O conselho tem, em última instância, o dever fiduciário de prestar contas aos acionistas pelos resultados da empresa no longo prazo. Assim, o conselho deve ser responsável pela resiliência da empresa no longo prazo no que se refere a possíveis alterações no cenário de negócios oriundas das mudanças climáticas. Não cumprir com essa responsabilidade pode constituir uma violação dos deveres dos conselheiros.⁵⁰

O conselho deve revisar e aprovar a estratégia de sustentabilidade e assegurar seu alinhamento com os objetivos de longo prazo do negócio e com as expectativas dos *stakeholders*. Isso inclui a validação dos planos de transição climática e das metas de redução de emissões.

Também é dever do conselho garantir que as informações de sustentabilidade sejam coletadas e relatadas com o mesmo rigor e qualidade das informações financeiras tradicionais. Isso envolve asse-

47 INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Guia para conselheiros*: normas de sustentabilidade IFRS S1 e S2. São Paulo: IBGC, 2024. 55 p.13.

48 BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, [2023]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 28 set. 2025.

49 Lei nº 6.404/76, art. 153, *caput*.

50 INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Como estabelecer uma governança climática efetiva nos conselhos de administração*: perguntas e princípios norteadores. São Paulo: IBGC, 2022, p.19.

gurar que os processos de coleta, verificação e reporte de dados ASG sejam precisos, confiáveis e passíveis de verificação externa.

Ademais, a normativa exige que o órgão de governança possua ou desenvolva as competências necessárias para supervisionar as estratégias de sustentabilidade. Isso impõe ao conselho a responsabilidade de se capacitar continuamente sobre o tema, a fim de garantir letramento que permita contribuições e decisões determinantes.⁵¹

Sobre o dever de diligência, Carlos Martins Neto aduz que “o mérito de qualquer decisão negocial não guarda relação direta com o dever de diligência, porquanto o administrador possui obrigação de meio e não de resultado. No entanto, o dever de diligência está diretamente relacionado ao processo de tomada de decisão e todas as cautelas necessárias para uma decisão informada.”⁵²

Diante da Resolução CVM nº 193/23, o dever de se informar adequadamente agora inclui, inequivocamente, a compreensão dos riscos e oportunidades climáticas materiais para a companhia. Ignorar esses riscos poderá ser encarado como uma falha no dever de diligência.

Adicionalmente, um conselho que analisa os riscos climáticos e toma uma decisão estratégica (mesmo que arriscada) para lidar com eles estaria protegido pela *Business Judgment Rule*.⁵³

No entanto, um conselho que simplesmente ignora as exigências da regulamentação da CVM e não analisa os riscos climáticos agiria com negligência, não podendo se valer dessa proteção.

51 INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Guia para conselheiros: normas de sustentabilidade IFRS S1 e S2*. São Paulo: IBGC, 2024. 55 p. 22.

52 MARTINS NETO, Carlos. *ESG, interesse social e responsabilidade dos administradores de companhia*. 2023. 357 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2023, p. 261.

53 De acordo com Carlos Martins Neto, a doutrina da *business judgment rule* ou “regra da decisão empresarial (ou negocial) trata-se da presunção de atuação do administrador no melhor interesse da companhia e de boa-fé, em situações que sejam tomadas decisões negociais que se pautem em critérios de natureza razoável, a partir de conhecimento técnico e com base em informações adequadas. Se o administrador atuou em conformidade com a lei e o estatuto social, afasta-se pretensão de responsabilizar o administrador pelo ato praticado cujo resultado à companhia tenha sido prejudicial. (MARTINS NETO, *op. cit.*, p. 283-284).

Esse entendimento foi reforçado pela Resolução CVM nº 244/26, que instituiu, a partir de 2027, o dever de justificação pública para as companhias abertas que optarem por não arquivar o relatório de sustentabilidade.⁵⁴

Com efeito, ao consagrar o mecanismo de *comply or explain*, a norma converte a inação em uma escolha que demanda fundamentação, a ser divulgada ao mercado por comunicado. Em outras palavras, o silêncio institucional sobre a pauta da sustentabilidade deixa de ser uma opção neutra: o conselho que deliberar por não reportar deverá documentar e publicar os motivos dessa decisão, o que, por si só, impõe o exercício do dever de diligência e afasta qualquer pretensão de ignorância legítima sobre o tema.

A proteção da *business judgment rule* permanece acessível ao conselho que analisar os fatores relevantes e, de forma fundamentada, concluir pela não divulgação; recusa-se, porém, àquele que simplesmente deixar de deliberar sobre a matéria.

A internalização das normas IFRS S1 e S2 não representa uma ruptura com os fundamentos do direito societário brasileiro, mas sim uma materialização de seus princípios.

A LSA, em seu artigo 154, já estabelece que o administrador deve atender à “função social da empresa”. Conforme aprofunda a doutrina jurídica, nas companhias em que o interesse social sofreu alargamento para contemplar adicionalmente o interesse de stakeholders, o quadro de deveres dos administradores permanece o mesmo, mas com a adição de que os administradores não apenas observarão, mas na prática prestigiarão os interesses dos stakeholders.⁵⁵

Dessa forma, a nova regulamentação não impõe deveres inéditos aos administradores, mas especifica o conteúdo de obrigações preexistentes, como a diligência e a atenção à função social da companhia.

54 Resolução CVM nº 244/26, art. 2º, nova redação do parágrafo único do art. 3º da Resolução CVM nº 193/23.

55 MARTINS NETO, Carlos. *ESG, interesse social e responsabilidade dos administradores de companhia*. 2023. 357 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2023. p. 272.

A omissão do conselho diante da pauta climática e de sustentabilidade configura, portanto, uma falha que afasta a proteção da *Business Judgment Rule* e expõe os conselheiros à responsabilização.

Assim, a sustentabilidade se consolida como um elemento indissociável da estratégia corporativa e da gestão de riscos para a perenidade do negócio.

3.2. Passos de Implementação Prática.

A adoção das novas normas demanda um esforço coordenado e multifuncional. Sob a supervisão do conselho, a administração deve liderar um processo de implementação estruturado, que pode seguir os passos sugeridos abaixo:

(i) Criação de um Comitê multidisciplinar, conforme aludido por Gabriela Blanchet, que objetive a colaboração de diversas áreas dentro de uma companhia, como exemplificativamente finanças, sustentabilidade, relação com investidores, compliance. A formação de um grupo de trabalho ou comitê multidisciplinar é fundamental para avaliar o esforço necessário e coordenar as ações.⁵⁶

(ii) Realização de Diagnóstico (Análise de *Gaps*) a fim de localizar lacunas nos processos, sistemas e dados essenciais para o monitoramento dos indicadores de desempenho (KPIs) e para a correta divulgação de informações⁵⁷. Essa análise de lacunas identificará onde os processos precisam ser criados, aprimorados ou remodelados.

56 BLANCHET, Gabriela. O impacto das novas normas de sustentabilidade IFRS S1 e S2 na governança corporativa. *Capital Aberto*, 6 nov. 2024. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/canais/o-impacto-das-novas-normas-de-sustentabilidade-ifrs-s1-e-s2-na-governanca-corporativa/>. Acesso em: 30 set. 2025.

57 APSIS CARBON. *IFRS S1 e S2: as empresas brasileiras estão preparadas?*. Disponível em: <https://apsiscarbon.com/2025/05/22/normas-ifrs-s1-e-s2/>. Acesso em: 30 set. 2025.

(iii) Desenvolver Controles Internos robustos para garantir a qualidade, a precisão e a rastreabilidade dos dados ASG.⁵⁸

(iv) Integrar a Sustentabilidade na Gestão de Riscos Corporativos (ERM) dado que a integração permite a identificação e análise de riscos associados ao ASG, além de assegurar que esses riscos estejam alinhados com a estratégia global da empresa e possibilitar a incorporação de aspectos ASG no planejamento estratégico.⁵⁹

Em síntese, as sugestões evidenciam que o sucesso na adoção das novas normas depende de uma abordagem metódica e integrada. Desde a colaboração inicial em um comitê multidisciplinar até a incorporação final da sustentabilidade na gestão de riscos.

Cada passo é fundamental para construir um sistema de divulgação que seja não apenas compatível com as regras, mas também confiável e alinhado à estratégia corporativa de longo prazo.

4. Desafios e Oportunidades para o Mercado Brasileiro.

A adoção da Resolução CVM nº 193/23 representa um ponto de inflexão para o mercado de capitais brasileiro ao catalisar uma série de desafios de implementação e, ao mesmo tempo, abrir um leque de oportunidades estratégicas.

A transição para um reporte de sustentabilidade padronizado e assegurado exigirá um esforço significativo por parte das companhias, mas promete recompensar o país com um posicionamento mais competitivo e resiliente no cenário global.

58 LEC. *Desafios para o Compliance com as normas IFRS S1 e S2*. Blog LEC, 29 out. 2024. Disponível em: <https://lec.com.br/desafios-para-o-compliance-com-as-normas-ifrs-s1-e-s2/>. Acesso em: 30 set. 2025.

59 KPMG. *O papel da gestão de riscos empresariais na abordagem ESG*. Disponível em: <https://kpmg.com/br/pt/home/insights/2023/12/papel-gestao-riscos-corporativos-abordagem-esg.html>. Acesso em: 30 set. 2025.

4.1. Desafios de Implementação e Oportunidades Estratégicas.

A jornada de conformidade apresenta alguns obstáculos que as companhias precisarão enfrentar. Talvez o desafio mais complexo seja garantir a coleta de dados de alta qualidade, especialmente para as emissões de Escopo 3 (conforme mencionado na seção 1.3), que ocorrem ao longo da cadeia de valor.

Por exemplo, internacionalmente, mesmo para empresas que já seguiam *framework* de forma voluntária, de acordo com o Relatório de Status TCFD de 2023:

A porcentagem de empresas de capital aberto que divulgam informações alinhadas ao TCFD continua a crescer, mas mais progresso é necessário. Para os relatórios do ano fiscal de 2022, 58% das empresas divulgaram informações em conformidade com pelo menos cinco das 11 divulgações recomendadas [...], no entanto, apenas 4% divulgaram informações em conformidade com todas as 11. [...] A divulgação recomendada menos divulgada nos três anos analisados foi a resiliência das estratégias das empresas em diferentes cenários climáticos, com apenas 11% divulgando essas informações em 2022.⁶⁰

Já no Brasil, o resultado da pesquisa *ESG Latin America Landscape 2024*, respondida por 200 empresas divididas por 16 países, demonstrou que 65% dos respondentes não estavam preparados para a aplicação da IFRS S1 e S2.⁶¹

Adicionalmente, essa nova abordagem demanda capacitação profissional. Há uma carência de profissionais com essa formação,

⁶⁰ O trecho correspondente na tradução é: “The percentage of public companies disclosing TCFD-aligned information continues to grow, but more progress is needed. For fiscal year 2022 reporting, 58% of companies disclosed in line with at least five of the 11 recommended disclosures [...] however, only 4% disclosed in line with all 11. [...] The least disclosed recommended disclosure for all three years reviewed was the resilience of companies’ strategies under different climate-related scenarios, with only 11% disclosing this information in 2022.” (TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES. op. cit. p. 2-3).

⁶¹ RSM. *ESG Latin America Landscape 2024* [S.l.]: RSM, 2024. E-book, p. 10. Disponível em: <https://www.rsm.global/latinamerica/sites/default/files/media/PDF/Ebook%20Latin%20America%20Landscape%202024%20-%20EN%20FINAL%20%20-%20%20Read-Only.pdf>. Acesso em: 30 set. 2025.

um fator apontado como uma das maiores dificuldades para o aumento da performance ASG.⁶²

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) realizou reunião aberta com a CVM⁶³ em maio de 2025 para falar sobre a Resolução CVM nº 193/23, a fim de apoiar os profissionais dos mercados financeiro e de capitais no uso prático e entendimento das regras propostas.

Adicionalmente, a implementação envolverá custos diretos, associados à contratação de consultorias especializadas e ao desenvolvimento de novos sistemas de tecnologia.⁶⁴

Por fim, quanto aos desafios, poderá haver barreira corporativa de natureza cultural. A regulamentação exige que a sustentabilidade permeie toda a organização, que passe pelos controles internos e metas de desempenho. Superar a visão da área de sustentabilidade como função ou área não estratégica⁶⁵ será fundamental para o sucesso da iniciativa.

Apesar dos desafios acima mencionados, a adoção pioneira das normas posiciona o Brasil de forma vantajosa e gera oportunidades significativas, como acesso a capital e competitividade global⁶⁶, tendo em vista a harmonização com padrões estrangeiros.

A transparência e a comparabilidade das informações reduzem a assimetria e podem facilitar o acesso a fontes de financiamento com custos potencialmente menores:

Examinamos o efeito da responsabilidade social corporativa

62 *Ibidem*, p. 16.

63 ANBIMA. *Reunião aberta com CVM fala sobre Resolução 193*. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/reuniao-aberta-com-cvm-fala-sobre-resolucao-193-8A2AB2AE96CBD5E50196CFD3277A2BCA-00.htm. Acesso em: 28 set. 2025.

64 DELOITTE. *Pesquisa IBRI/Deloitte 2025*. 23 jun. 2025. Disponível em: <https://www.deloitte.com/br/pt/services/audit-assurance/research/pesquisa-ibri.html>. Acesso em: 30 set. 2025.

65 RSM. *ESG Latin America Landscape 2024* [S.l.]: RSM, 2024. E-book. p. 16.

66 MORAIS, Roberta Jardim de *et al.* A Resolução CVM 193 e a divulgação dos Relatórios IFRS S1 e S2. *JOTA*, 20 jun. 2025. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-resolucao-cvm-193-e-a-divulgacao-dos-relatorios-ifsrs-1-e-s2>. Acesso em: 28 set. 2025.

(RSC) no custo do capital próprio de uma grande amostra de empresas americanas. [...] constatamos que empresas com melhores pontuações de RSC apresentam financiamento de capital próprio mais barato. Em particular, nossas descobertas sugerem que o investimento na melhoria das relações responsáveis ??com os funcionários, nas políticas ambientais e nas estratégias de produtos contribui substancialmente para a redução do custo do capital próprio das empresas.⁶⁷

De acordo com diversos investidores ao redor do mundo⁶⁸, pode-se depreender que a internalização das normas IFRS S1 e S2 no Brasil representa uma oportunidade para aprimorar o mercado de capitais, explorada nos cinco parágrafos abaixo.

A adoção dessas normas forneceria aos investidores informações essenciais e úteis para que suas decisões de investimento reflitam adequadamente os riscos e as oportunidades ligados à sustentabilidade.

Isso ajudaria a solucionar um problema atual ao preencher a lacuna de dados com informações comparáveis sobre riscos climáticos e de sustentabilidade, que hoje são inconsistentes ou inexistentes.

Com dados padronizados, os investidores poderiam monitorar e avaliar as empresas de forma mais coesa, o que levaria a decisões de investimento mais bem fundamentadas. O objetivo é criar uma base global para a divulgação de informações que sejam consistentes, comparáveis e confiáveis.

67 O trecho correspondente na tradução é: “We examine the effect of corporate social responsibility (CSR) on the cost of equity capital for a large sample of U.S. firms. [...] we find that firms with better CSR scores exhibit cheaper equity financing. In particular, our findings suggest that investment in improving responsible employee relations, environmental policies, and product strategies contributes substantially to reducing firms’ cost of equity.” (EL GHOUL, Sadok *et al.* Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. *Journal of Banking & Finance*, v. 35, n. 9, p. 2388-2406, set. 2011, p. 1. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract:1546755>. Acesso em: 28 set. 2025.)

68 IFRS FOUNDATION. *Global investor support for the launch of the IFRS Sustainability Disclosure Standards*. Disponível em: <https://www.ifrs.org/sustainability/global-investor-support-for-the-launch-of-the-ifrs-sustainability-disclosure-standards/>. Acesso em: 28 set. 2025.

Em última análise, a disponibilidade de informações alinhadas permitiria uma melhor avaliação dos riscos financeiros e das oportunidades estratégicas entre diferentes mercados, o que fomentaria mercados de capitais mais eficientes por meio de um aprimoramento na descoberta de preços e na valoração de ativos.

Cumprê destacar que, embora a Resolução CVM nº 193/23 se aplique a todas as companhias abertas, suas implicações variam significativamente conforme o setor de atuação. Por exemplo, no setor de Óleo e Gás, no contexto de transição energética e descarbonização, as companhias estão mais expostas a riscos climáticos físicos e de transição.⁶⁹

Já para o setor Financeiro, como bancos e gestores de ativos, os agentes do setor financeiro utilizarão as informações divulgadas pelas companhias para reavaliar os riscos de crédito e de investimento em seus próprios portfólios.

A atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), desde 2019⁷⁰, ilustra de forma prática como os agentes do setor financeiro podem utilizar informações sobre riscos climáticos para reavaliar suas carteiras de crédito e investimento.

O BNDES aprimorou seus processos de tomada de decisão ao incorporar a análise de risco climático na concessão de financiamentos para projetos de infraestrutura. A abordagem metodológica que estava em desenvolvimento foi o tema central de um seminário realizado em 26 de novembro de 2019, em colaboração com o Ministério do Meio Ambiente (MMA).

No Brasil, em 2025, duas companhias já publicaram informações financeiras com base na nova normativa: a Vale S.A. e a Renner S.A.

69 BETTEGA, Leonardo de Carvalho Bastos. *O impacto de riscos climáticos no custo de capital de empresas no setor de óleo e gás*. 2023. 79 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola Brasileira de Economia e Finanças, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2023, p. 56.

70 BNDES. BNDES avança na incorporação da análise de risco climático em decisões sobre financiamento. *Agência BNDES de Notícias*, 10 dez. 2019. Disponível em: <https://agenciadenoticias.bndes.gov.br/socioambiental/BNDES-avanca-na-incorporacao-da-analise-de-risco-climatico-em-decisoes-sobre-financiamento>. Acesso em: 28 set. 2025.

A Vale S.A. se tornou a primeira mineradora global e a primeira companhia brasileira a adotar voluntariamente as normas do ISSB para a divulgação de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade, antecipando-se ao marco regulatório consolidado pela CVM.

O comunicado, divulgado pela companhia em 2 de junho de 2025,⁷¹ adicionalmente e dentre outros tópicos, detalha o investimento de R\$ 7,4 bilhões em descarbonização desde 2020 e reforça as metas da empresa, como a redução de 33% das emissões de escopos 1 e 2 até 2030 e a neutralização líquida de carbono até 2050.

Por outro lado, a Renner S.A. se tornou a primeira varejista do mundo a publicar seu primeiro relatório alinhado às normas do ISSB, o que justificou, por meio de comunicado divulgado em julho de 2025,⁷² reforçar seu compromisso com a geração de valores para seus *stakeholders* e para a sociedade.

Diante do exposto, fica claro que, apesar dos desafios operacionais e culturais, a adoção das normas IFRS S1 e S2, impulsionada pela Resolução CVM nº 193/23, posiciona o Brasil em uma trajetória de modernização e competitividade.

A superação de barreiras como a qualificação de dados e os custos de implementação é o preço para acessar benefícios duradouros, como a redução do custo de capital e a maior eficiência do mercado.

Os casos concretos da Vale e da Renner demonstram que a adaptação não só é possível, mas também fundamental para as empresas que buscam liderança e relevância em uma economia global cada vez mais orientada pela sustentabilidade.

71 VALE. Em iniciativa pioneira e voluntária, Vale lança relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade. *Vale*, 2 jun. 2025. Disponível em: <https://vale.com/pt/w/em-iniciativa-pioneira-e-voluntaria-vale-lanca-relatorio-de-informacoes-financeiras-relacionadas-a-sustentabilidade-1-1>. Acesso em: 28 set. 2025.

72 LOJAS RENNER S.A. Lojas Renner S.A. é a primeira varejista do mundo a publicar informações financeiras ligadas à sustentabilidade. *Lojas Renner S.A.*, 2025. Disponível em: <https://www.lojasrennersa.com.br/sustentabilidade-destaques/lojas-renner-s-a-e-a-primeira-varejista-do-mundo-a-publicar-informacoes-financeiras-ligadas-a-sustentabilidade/>. Acesso em: 28 set. 2025.

Conclusão.

A jornada rumo a um reporte corporativo mais transparente e padronizado atingiu um marco histórico com a criação das normas IFRS S1 e S2 pelo ISSB.

Este movimento global, que busca fornecer ao mercado de capitais informações de sustentabilidade consistentes, comparáveis e verificáveis, encontrou no Brasil um protagonista inesperado.

A publicação da Resolução CVM nº 193/23 não foi apenas uma resposta a uma tendência internacional, mas um ato pioneiro que posicionou o país na liderança da agenda de finanças sustentáveis e estabeleceu um novo paradigma para a divulgação de informações e a governança corporativa.

Este estudo demonstrou que a internalização das normas do ISSB é uma mudança estrutural. A progressão para um regime de *pratique ou explique*, combinada à exigência de asseguuração razoável, eleva as informações de sustentabilidade ao mesmo patamar de rigor e confiabilidade das demonstrações financeiras.

Tal mudança impõe aos conselhos de administração uma releitura de suas responsabilidades fiduciárias, ao exigir uma supervisão ativa e competente sobre os riscos e oportunidades que os fatores ASG representam para a perenidade dos negócios.

Conclui-se que a Resolução CVM nº 193/23 representa muito mais do que um mero exercício de conformidade regulatória. Trata-se de uma mudança estrutural que demanda uma profunda integração da sustentabilidade à estratégia central das companhias.

Os desafios de implementação, que vão da necessidade de profissionais capacitados, garantia da qualidade dos dados da cadeia de valor à necessária mudança cultural nas organizações, são significativos. Contudo, as oportunidades estratégicas que emergem são ainda mais relevantes.

O aprimoramento da gestão de riscos, a maior atratividade para investimentos globais e o fortalecimento da competitividade das

companhias brasileiras são benefícios tangíveis que justificam o esforço de adaptação.

O sucesso dessa implementação por parte do Brasil servirá de modelo para outras jurisdições e consolidará a sustentabilidade como um pilar indispensável para a criação de valor a longo prazo.

É importante notar que, como discutido anteriormente, ao adotar as normas do ISSB, o Brasil se alinha à perspectiva da materialidade financeira, focada em como as questões de sustentabilidade afetam o valor da companhia.

A Resolução CVM nº 193/23 não deve ser vista como um ponto de chegada, mas sim como o ponto de partida para uma nova fase da governança corporativa no Brasil. Contudo, a fronteira da discussão global, especialmente na Europa, já avança para o conceito de dupla materialidade. Nesse sentido, a Resolução CVM nº 244/26 representa a consolidação mais recente dessa trajetória normativa, ao aprofundar o regime originado pela Resolução CVM nº 193/23, por meio da introdução do comprometimento mínimo de continuidade, do procedimento formal de saída e, sobretudo, do mecanismo de *comply or explain* para as companhias que optarem por não reportar a partir de 2027.

Esse último elemento aproxima o modelo brasileiro do paradigma europeu, no qual a decisão de não divulgar também exige justificativa pública, ainda que a perspectiva adotada, a da materialidade financeira, permaneça distinta da dupla materialidade dos ESRS.

Embora a abordagem atual já seja um passo transformador, essa tendência futura sinaliza que o escopo e a profundidade do reporte de sustentabilidade tendem a se expandir ainda mais, um caminho que pesquisas futuras deverão explorar.

A SOCIEDADE DE EMPRÉSTIMO ENTRE PESSOAS E O JOGO DE INCENTIVOS REGULATÓRIOS PARA ACESSO AO CRÉDITO¹

PEER-TO-PEER LENDING PLATFORMS AND REGULATORY INCENTIVES IN EXPANDING CREDIT ACCESS

*Nicolle Assayag**

Resumo: Através do levantamento das políticas e termos de uso de plataformas eletrônicas registradas como sociedades de empréstimo entre pessoas perante o Banco Central do Brasil, o presente artigo busca investigar como é estruturada a intermediação da operação de empréstimo e financiamento bem como os serviços de análise e cobrança de crédito. Os dados empíricos foram avaliados à luz dos deveres regulatórios dispostos na Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 5.050/2022, que disciplina a intermediação de operações de empréstimo e de financiamento por meio de plataforma eletrônica. Diante do fluxo da operação de crédito e da regulação vigente, questiona-se: há incentivos regulatórios que privilegiam o acesso ao crédito ainda que o risco da inadimplência seja alto? A hipótese é de que por não utilizar recursos próprios para realizar operações de empréstimo e de financiamento e não reter o risco do crédito, é possível que a plataforma eletrônica seja incentivada a gerar um maior número de operações em detrimento da qualidade do crédito, o que pode ser remediado pela observância dos deveres regulatórios dispostos na Resolução CMN 5.050/2022.

¹ Artigo recebido em: 25.09.2025 e aceito em: 09.01.2026.

* Mestranda em Direito Comercial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP). Especialista em Direito Empresarial pela Fundação Getúlio Vargas de São Paulo (FGV-LAW). Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Amazonas (UFAM). Advogada e assessora do Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara de Comércio Brasil-Canadá (CAM-CCBC). E-mail: nicolleassayag@gmail.com

Palavras-chave: Mercado de crédito. Plataformas eletrônicas. Sociedades de Empréstimo entre Pessoas. Regulação.

Abstract: Through the survey of the policies and terms of use of digital platforms registered as peer-to-peer lending companies in the Central Bank of Brazil, this article seeks to investigate how the intermediation of loan and financing operations is structured, as well as the provision of credit analysis and collection services. The empirical data were evaluated considering the current regulatory duties set forth in Resolution No. 5.050/2022 of the National Monetary Council (CMN), which governs the intermediation of loan and financing operations through electronic platforms. Considering the flow of credit operations and the prevailing regulation, the question arises: are there regulatory incentives that favor access to credit even when the risk of default is high? The hypothesis is that, since digital platforms do not use their own resources to carry out loan and financing operations and do not retain credit risk, they may be incentivized to generate a higher number of operations to the detriment of credit quality—a situation that may be mitigated by compliance with the regulatory duties established in CMN Resolution No. 5.050/2022.

Keywords: Credit market. Digital platforms. Peer-to-peer lending. Regulation.

Sumário: Introdução. 1. Sociedades de empréstimo entre pessoas: como estruturam os seus serviços? 1.1. Análise de crédito. 1.2. Operação de empréstimo e financiamento. 1.3. Cobrança de crédito. 2. O jogo dos incentivos regulatórios. 3. Deveres regulatórios: o que a SEP deve observar, segundo a Resolução CMN 5.050/2022? 3.1. Qualificação jurídica. 3.2. Avaliação do risco do crédito. 3.3. Compatibilidade da política de tarifas. 3.4. Outros deveres regulatórios. Conclusão.

Introdução.

O mercado de crédito, nas palavras da Professora Doutora Liliam Sanchez Carrete, tem como objetivo “*suprir recursos aos agentes econômicos, pessoas físicas ou jurídicas, nas suas necessidades de consumo, operacionais e de investimento*”,² o que ocorre, em regra, através de operações de empréstimo e financiamento.

Tais operações são tradicionalmente intermediadas por bancos, os quais captam recursos de agentes superavitários da economia para emprestar aos agentes deficitários que demandam recursos,³ auferindo lucro através da diferença entre as taxas aplicadas para a captação e para o empréstimo.⁴

Dada a alta concentração no setor bancário e visando democratizar o acesso ao crédito no Brasil, formas alternativas de financiamento cresceram com a entrada de novos *players*, que passaram a ser regulados pelo Conselho Monetário Nacional sob a roupagem jurídica da sociedade de crédito direto (SCD) ou sociedade de empréstimo entre pessoas (SEP),⁵ sendo esta última o objeto de análise do presente artigo.

Para conectar credores e devedores⁶ que pretendem realizar

2 CARRETE, Liliam Sanchez. *Mercado financeiro brasileiro*. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2019. p. 63.

3 *Ibidem*, p. 65.

4 WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto. *Direito bancário: contratos e operações bancárias*. 2 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 43.

5 Resolução CMN 5.050/2022. Dispõe sobre a organização e o funcionamento de sociedade de crédito direto e de sociedade de empréstimo entre pessoas e disciplina a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas por meio de plataforma eletrônica. Disponível em: Exibe Normativo/ Acesso em: 15 set. 2025.

6 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 2º Para os efeitos desta Resolução, considera-se: I - instrumento representativo do crédito: contrato ou título de crédito que representa a dívida referente à operação de empréstimo e de financiamento entre pessoas por meio de plataforma eletrônica; e II - plataforma eletrônica: sistema eletrônico que conecta credores e devedores por meio de sítio na internet ou de aplicativo.

operações de empréstimo e financiamento por meio de plataforma eletrônica, a sociedade de empréstimo entre pessoas fornece os serviços de análise do crédito, intermediação da operação de crédito e cobrança de crédito.⁷

Apesar de intermediar a operação de empréstimo ou financiamento,⁸ a sociedade de empréstimo entre pessoas não retém o risco do crédito.⁹ Isto é, a instituição financeira não transfere recursos próprios,¹⁰ mas sim aproxima potenciais credores – responsáveis pela transferência de recursos – aos potenciais devedores – que deverão remunerar o capital através do pagamento de juros.

Assim, a operação de crédito está condicionada à efetiva transferência de recursos aos devedores, devendo haver credores suficientes para o aporte do montante solicitado pelos devedores e aprovado pela plataforma. Por sua vez, a exigibilidade dos recursos disponibilizados pelos credores à sociedade de empréstimo entre pessoas está subordinada ao fluxo de pagamento da operação de crédito pelos devedores,¹¹ sendo certo que o efetivo recebimento da re-

7 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 15. [...] Parágrafo único. Além de realizar as operações mencionadas no caput, as sociedades de empréstimo entre pessoas podem prestar apenas os seguintes serviços, observada a regulamentação em vigor: I - análise de crédito para clientes e para terceiros; II - cobrança de crédito de clientes e de terceiros; III - atuação, por meio de plataforma eletrônica, como representante de seguros na distribuição de seguro relacionado com as operações mencionadas no caput, nos termos da regulamentação do CNSP; IV - emissão de moeda eletrônica; e V - atuação como iniciadora de transação de pagamento.

8 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 16. As operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas por meio de plataforma eletrônica são operações de intermediação financeira em que recursos financeiros coletados dos credores são direcionados aos devedores, após negociação em plataforma eletrônica, nos termos desta Resolução.

9 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 18. As operações de que trata o art. 16 devem ser realizadas sem retenção de risco de crédito, direta ou indiretamente, por parte das sociedades de empréstimos entre pessoas e de empresas controladas ou coligadas.

10 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 22. É vedado à sociedade de empréstimo entre pessoas: I - realizar operações de empréstimo e de financiamento com recursos próprios; [...]

11 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 20. Os instrumentos previstos nos incisos III e IV do caput do art. 19 devem conter cláusulas prevendo, no mínimo: I - as condições da operação de

muneração do capital emprestado dependerá da capacidade de pagamento do devedor.¹²

Diante do fluxo da operação de crédito e das regras dispostas na Resolução CMN 5.050/2022, questiona-se: há incentivos regulatórios que flexibilizam a avaliação do risco da operação, privilegiando o acesso ao crédito ainda que o risco da inadimplência seja alto?

A hipótese de pesquisa é de que por não utilizar recursos próprios para realizar operações de empréstimo e de financiamento e não reter o risco do crédito, é possível que a plataforma seja incentivada a gerar um maior número de operações em detrimento da qualidade do crédito.

O problema será endereçado à luz dos deveres regulatórios da Resolução CMN 5.050/2022, quais sejam: (i) a qualificação jurídica da sociedade de empréstimo entre pessoas como instituição financeira e a sua necessária constituição sob a forma de sociedade anônima; (ii) a exigência de critérios para a avaliação do risco do crédito, do perfil dos potenciais credores e devedores; (iii) a compatibilidade da política de tarifas da sociedade de empréstimo entre pessoas com os seus interesses e dos clientes e (iv) outros deveres regulatórios.

empréstimo e de financiamento contratada, inclusive a taxa de retorno esperada pactuada com o credor; II - os deveres e os direitos dos credores, dos devedores e da sociedade de empréstimo entre pessoas; III - a indicação de que a sociedade de empréstimo entre pessoas não se coobriga e não presta qualquer tipo de garantia na operação; IV - a vinculação entre os recursos disponibilizados pelos credores à sociedade de empréstimo entre pessoas e a correspondente operação de crédito com o devedor; V - a subordinação da exigibilidade dos recursos disponibilizados pelos credores à sociedade de empréstimo entre pessoas ao fluxo de pagamento da correspondente operação de crédito; VI - as informações sobre as eventuais garantias prestadas; VII - as condições de transferência de recursos aos credores; VIII - a condição de que a eficácia do instrumento está vinculada à transferência de recursos aos devedores; e IX - a manifestação de ciência dos credores em relação aos riscos da operação de empréstimo e de financiamento.

12 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 26 [...] Parágrafo único. Além do disposto no caput, a sociedade de empréstimo entre pessoas deve informar aos potenciais credores que a taxa de retorno esperada depende também de perdas derivadas de eventual inadimplência do devedor.

Por meio do levantamento das políticas e dos termos de uso disponíveis nos sites das plataformas, a primeira seção demonstrará como as sociedades de empréstimo entre pessoas registradas perante o Banco Central do Brasil estruturam a operação de empréstimo e financiamento,¹³ ao passo que a segunda seção irá avaliar o jogo dos incentivos regulatórios comparativamente às tradicionais operações de crédito bancárias, em especial quem concede o crédito e quem assume o risco da operação. Na terceira e última seção, serão expostos os deveres regulatórios que devem ser observados pelas sociedades de empréstimo entre pessoas, para enfim avaliar criticamente se há incentivos que flexibilizam a avaliação do risco do crédito.

1. Sociedades de empréstimo entre pessoas: como estruturam os seus serviços?

A sociedade de empréstimo entre pessoas (SEP) atua como agente intermediária da transferência de dinheiro entre aqueles que têm recursos disponíveis (agentes superavitários) e aqueles que necessitam de crédito (agentes deficitários), estando autorizada a prestar os seguintes serviços: (i) análise de crédito; (ii) intermediação da operação de empréstimo e financiamento e (iii) cobrança de crédito.¹⁴

13 A metodologia utilizada para a seleção das plataformas consistiu em três etapas. Na primeira etapa, foi feita uma pesquisa para identificar as sociedades de empréstimo entre pessoas registradas no Banco Central do Brasil. Fonte: Site oficial do Banco Central do Brasil. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/meubc/encontreinstituicao>. Acesso em: 7 jun. 2025. Num segundo momento, foram consultados os sites das referidas plataformas para identificar quais delas divulgam suas políticas de termos e usos nos seus respectivos sites. Das 5 (cinco) plataformas que divulgam suas políticas nos seus respectivos sites, foram selecionadas três plataformas por amostragem: <https://caprate.com.br/termos>, <https://mova.vc/termos/Investidor/termos-condicoes> e Nexoos Disponível em: https://www.nexoos.com.br/termos-e-condicoes/?_gl=1*nioo3b*_gcl_au*MjA1NzA4NzE3Mi4xNzU3OTgzODg1*_ga*MjA3ODQ4NDI4Ni4xNzU3OTgzODg1*_ga_WXQPVLRT50*cZ3NTc5ODM4ODUkbzI3JGcxJHQNzU3OTgzOTUzJGo2MCRsMCRoMA... Acesso em: 7 jun. 2025.

14 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 15. As sociedades de empréstimo entre pessoas têm por objeto a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas exclusiva-

Trata-se de operação complexa que para fins didáticos, pode ser resumida nas seguintes etapas: (i) inicialmente, os interessados em realizar a operação de crédito efetuam cadastro, que deve ser aprovado pela plataforma; (ii) após o cadastro, o potencial devedor solicita o valor do empréstimo ou financiamento que deseja obter; (iii) em seguida, a plataforma, com base no perfil do devedor, atribui uma classificação de risco para a operação conforme sua política de crédito e estabelece a taxa de juros da operação bem como outras condições; (iv) nesse momento, é cobrada uma tarifa do devedor para a origemação da operação pela plataforma; (v) uma vez aprovada a solicitação do empréstimo ou financiamento, a plataforma divulga as condições no seu site ou aplicativo e (vi) havendo concordância com as condições ofertadas (taxa de juros, taxa de retorno, fluxo de pagamento das parcelas, eventual exigência de garantias) tanto do devedor quanto do credor, a plataforma adota as medidas necessárias para a emissão do instrumento representativo do crédito e transferência dos recursos. Vejamos em detalhe.

1.1. Análise de crédito.

A principal atividade da sociedade de empréstimo entre pessoas está relacionada à conexão entre potenciais devedores e credores para posterior intermediação da operação de crédito.¹⁵

mente por meio de plataforma eletrônica. Parágrafo único. Além de realizar as operações mencionadas no caput, as sociedades de empréstimo entre pessoas podem prestar apenas os seguintes serviços, observada a regulamentação em vigor: I - análise de crédito para clientes e para terceiros; II - cobrança de crédito de clientes e de terceiros; III - atuação, por meio de plataforma eletrônica, como representante de seguros na distribuição de seguro relacionado com as operações mencionadas no caput, nos termos da regulamentação do CNSP; IV - emissão de moeda eletrônica; e V - atuação como iniciadora de transação de pagamento.

15 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 16. § 4º Nas operações de financiamento de que trata o caput: I - a sociedade de empréstimo entre pessoas poderá apresentar aos potenciais devedores os potenciais credores interessados em financiar a aquisição do bem ou serviço, observado o interesse do potencial devedor; (Incluído, a partir de 1º/8/2024, pela Resolução CMN nº 5.159, de 24/7/2024.)

O devedor é a pessoa física ou jurídica que procura a plataforma como alternativa para acessar o crédito através de empréstimo ou financiamento entre pessoas.¹⁶ Para solicitar o crédito, o devedor deve realizar um cadastro na plataforma e fornecer as informações necessárias para que a plataforma possa avaliar o perfil do solicitante e o risco do crédito.

Apesar de a plataforma ter autonomia para estabelecer a sua política de crédito, há critérios que devem ser observados segundo o artigo 30 da Resolução CMN 5.050/2022, como a situação econômico-financeira, o grau de endividamento, a capacidade de geração de resultados ou de fluxos de caixa, a pontualidade e atrasos nos pagamentos, o setor de atividade econômica e limite de crédito.¹⁷

É nesta etapa que a sociedade de empréstimo entre pessoas classifica o risco da operação (*rating*) conforme sua política de crédito, e define as condições da taxa de juros e da taxa de retorno.¹⁸

16 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 16. [...] § 2º Os devedores das operações de que trata o caput somente podem ser pessoas naturais ou jurídicas, residentes e domiciliadas no Brasil.

17 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 30. Para a realização das operações de empréstimo e de financiamento de que trata o art. 16, a sociedade de empréstimo entre pessoas deve selecionar potenciais devedores com base em critérios consistentes, verificáveis e transparentes, contemplando aspectos relevantes para avaliação do risco de crédito, como: I - situação econômico-financeira; II - grau de endividamento; III - capacidade de geração de resultados ou de fluxos de caixa; IV - pontualidade e atrasos nos pagamentos; V - setor de atividade econômica; e VI - limite de crédito.

18 Caprate. Termos e condições de uso do investidor (versão de 19 de maio de 2022). 20.2 O score da CapRate é uma classificação dada pela CapRate após a avaliação do risco de se emprestar recursos a uma Empresa Solicitante, considerando, nesse caso, que a modalidade da operação financeira é um Empréstimo Entre Pessoas. O score é importante para a Empresa Solicitante, pois quanto melhor o score, mais baixa será a taxa de juros associada ao Empréstimo Entre Pessoas. Disponível em: https://mova.vc/termos/Investidor/termos_condicoes. Termos e condições do Investidor 5.4. Etapa 2 - Mova faz a análise de crédito: a Mova, com base nas informações fornecidas e sua política de crédito, (i) realiza uma análise de cadastro; (ii) realiza uma análise de crédito; (iii) busca atribuir uma nota de rating ao financiamento pleiteado; (iv) com base nessas análises não aprova ou aprova em caráter preliminar a continuidade da solicitação; e no caso aprovação (v) informa a taxa de juros cotada preliminarmente e as condições ofertadas para proceder com o financiamento. Nexoos. A Nexoos é responsável pela

Por sua vez, o credor – que pretende remunerar o seu capital através do recebimento de juros – pode ser pessoa física, instituições financeiras, fundos de investimento cujas cotas sejam destinadas exclusivamente a investidores qualificados, companhias securitizadoras que distribuam os ativos securitizados exclusivamente a investidores qualificados, ou pessoas jurídicas não financeiras.¹⁹

A plataforma também deve avaliar o perfil do potencial credor e respectiva adequação ao perfil do produto financeiro ofertado,²⁰ que é considerado investimento de risco sem garantia do Fundo Garantidor de Créditos.²¹ Investidores não qualificados, conforme a regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), estão sujei-

análise e seleção prévia das Empresas Solicitantes. O objetivo da análise de crédito é selecionar as empresas que possuem maior capacidade de pagamento da dívida, mantendo assim um ambiente sustentável para os Investidores e Empresas Solicitantes, por meio de uma relação risco-retorno adequada. O score da Nexoos é uma classificação dada pela Nexoos após a avaliação do risco de se emprestar recursos a uma Empresa Solicitante, considerando, nesse caso, que a modalidade da operação financeira é um Empréstimo Entre Pessoas.

19 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 16. [...] § 1º Os credores de que trata o caput somente podem ser: I - pessoas naturais; II - instituições financeiras; III - fundos de investimento cujas cotas sejam destinadas exclusivamente a investidores qualificados; IV - companhias securitizadoras que distribuam os ativos securitizados exclusivamente a investidores qualificados; ou V - pessoas jurídicas não financeiras, exceto companhias securitizadoras que não se enquadrem na hipótese do inciso IV.

20 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 28. A sociedade de empréstimo entre pessoas deve realizar análise do perfil dos potenciais credores, de modo a verificar se eles atendem ao perfil de risco das operações de que trata o art. 16.

21 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 25. A sociedade de empréstimo entre pessoas deve prestar informações a seus clientes e usuários sobre a natureza e a complexidade das operações contratadas e dos serviços ofertados, em linguagem clara e objetiva, de forma a permitir ampla compreensão sobre o fluxo de recursos financeiros e os riscos incorridos. Parágrafo único. As informações mencionadas no caput devem: I - ser divulgadas e mantidas atualizadas em local visível e em formato legível no sítio da instituição na internet, acessível na página inicial, bem como nos outros canais de acesso à plataforma eletrônica; II - constar dos contratos, materiais de propaganda e de publicidade e demais documentos que se destinem aos clientes e aos usuários; e III - incluir advertência, com destaque, de que as operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas configuram investimento de risco, sem garantia do Fundo Garantidor de Créditos (FGC).

tos ao limite de R\$ 15.000,00 (quinze mil reais) por devedor na mesma plataforma.²²

Nessa fase inicial, a plataforma é remunerada pelo devedor, que ao aceitar as condições ofertadas da operação de crédito, paga uma taxa pela originação da operação de crédito que equivale, em regra, a um percentual sobre o valor do empréstimo ou financiamento.²³

1.1 Operação de empréstimo e financiamento.

A tomada de decisão do potencial credor está vinculada à qualidade das informações prestadas pela sociedade de empréstimo entre pessoas sobre a natureza e complexidade das operações contratadas e dos serviços ofertados.

Para a Resolução CMN 5.050/2022, a plataforma deve informá-lo sobre as condições da operação de crédito, incluindo os fluxos de pagamentos previstos, a taxa de juros pactuada com o devedor, os tributos, as tarifas, os seguros e outras despesas.²⁴

22 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 24. O credor da operação de empréstimo e de financiamento de que trata o art. 16 não pode contratar com um mesmo devedor, na mesma sociedade de empréstimo entre pessoas, operações cujo somatório dos saldos devedores ultrapasse R\$15.000,00 (quinze mil reais). § 1º Além do limite de que trata o caput, a sociedade de empréstimo entre pessoas pode estabelecer outros limites para os credores e para os devedores, referentes às operações de empréstimo e de financiamento. § 2º O disposto neste artigo não se aplica aos credores que sejam investidores qualificados, conforme definição da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários.

23 MOVA. Termos e condições do investidor. 6.2. A Mova cobra do solicitante uma “tarifa pela realização da operação de empréstimo ou financiamento”. A tarifa será apresentada ao solicitante de forma clara e sempre observados os limites mínimo e máximo equivalentes a 0,25% (zero vírgula vinte e cinco por cento) e 9,00% (nove por cento) do valor bruto do financiamento. Essa tarifa será financiada e, portanto, inclusa no valor do financiamento, juntamente com o imposto sobre operações financeiras (IOF) do solicitante.

24 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 26. A sociedade de empréstimo entre pessoas deve informar aos potenciais credores os fatores dos quais depende a taxa de retorno esperada, divulgando,

Ainda, deve ficar claro para o credor que há risco de perda total do dinheiro emprestado e que o pagamento do principal mais juros depende exclusivamente da capacidade do devedor de saldar a dívida.²⁵

Ciente dos riscos envolvidos e demonstrado o interesse do credor, a operação é formalizada mediante a emissão de cédula de crédito bancário que representa a promessa do emitente de pagar a dívida em dinheiro, certa, líquida e exigível no seu vencimento.²⁶

A cédula de crédito bancário é emitida pelo devedor em favor da plataforma – que é instituição financeira – e deverá, por sua vez, ceder o título executivo em favor do credor e emitir o certificado que vincula diretamente o instrumento representativo do crédito.²⁷

É comum que a operação seja formalizada via emissão de cé-

no mínimo: I - os fluxos de pagamentos previstos; II - a taxa de juros pactuada com os devedores; III - os tributos; IV - as tarifas; V - os seguros; e VI - outras despesas.

25 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 26. Parágrafo único. Além do disposto no caput, a sociedade de empréstimo entre pessoas deve informar aos potenciais credores que a taxa de retorno esperada depende também de perdas derivadas de eventual inadimplência do devedor.

26 Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004. Art. 29. A Cédula de Crédito Bancário deve conter os seguintes requisitos essenciais: I - a denominação "Cédula de Crédito Bancário"; II - a promessa do emitente de pagar a dívida em dinheiro, certa, líquida e exigível no seu vencimento ou, no caso de dívida oriunda de contrato de abertura de crédito bancário, a promessa do emitente de pagar a dívida em dinheiro, certa, líquida e exigível, correspondente ao crédito utilizado; III - a data e o lugar do pagamento da dívida e, no caso de pagamento parcelado, as datas e os valores de cada prestação, ou os critérios para essa determinação; IV - o nome da instituição credora, podendo conter cláusula à ordem; V - a data e o lugar de sua emissão; e VI - a assinatura do emitente e, se for o caso, do terceiro garantidor da obrigação, ou de seus respectivos mandatários.

27 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 16 [...] § 4º Nas operações de financiamento de que trata o caput: (Incluído, a partir de 1º/8/2024, pela Resolução CMN nº 5.159, de 24/7/2024.) I - a sociedade de empréstimo entre pessoas poderá apresentar aos potenciais devedores os potenciais credores interessados em financiar a aquisição do bem ou serviço, observado o interesse do potencial devedor; II - o potencial devedor emitirá ou celebrará instrumento representativo do crédito para permitir a aquisição do bem ou serviço de seu interesse ofertado pelo fornecedor; III - a sociedade de empréstimo entre pessoas deverá ceder o instrumento representativo do crédito ou emitir instrumento a ele vinculado para entrega ao credor; [...]

dula de crédito bancário (CCB)²⁸; contudo, essa não é a única alternativa. A operação de empréstimo ou financiamento também pode ser formalizada por meio de outros instrumentos, como o contrato de mútuo,²⁹ desde que sejam emitidos pela sociedade de empréstimo entre pessoas ou em favor desta ou celebrados tendo a sociedade de empréstimo entre pessoas como parte.³⁰

Disponibilizados os recursos à sociedade de empréstimo entre pessoas pelos credores, emitido o instrumento representativo do crédito e o instrumento vinculado, bem como transferidos os recursos aos devedores pela sociedade de empréstimo entre pessoas, resta constituída a operação de crédito.³¹

Em suma, a coleta, o repasse e a cobrança dos valores são gerenciados pela plataforma, sendo-lhe vedado transferir os recursos aos devedores antes de sua disponibilização pelos credores e transferir os recursos aos credores antes do pagamento pelos devedores.³²

28 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 19 [...] § 5º O instrumento vinculado ao instrumento representativo do crédito, ao qual se refere o inciso IV do caput, pode ser o certificado de cédulas de crédito bancário. (Incluído, a partir de 1º/8/2024, pela Resolução CMN nº 5.159, de 24/7/2024.)

29 Disponível em: <https://fido.com.vc/politica-de-privacidade-fido/>. Acesso em: 25 set. 2025.

30 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 19. Na realização das operações de que trata o art. 16, devem ser observados, sucessivamente, os seguintes procedimentos: I - manifestação inequívoca de vontade dos potenciais credores e devedores, em plataforma eletrônica, de contratarem a operação de empréstimo e de financiamento; II - disponibilização dos recursos à sociedade de empréstimo entre pessoas pelos credores; III - emissão ou celebração, com os devedores, do instrumento representativo do crédito; IV - emissão ou celebração, com os credores, de instrumento vinculado ao instrumento mencionado no inciso III; e V - transferência dos recursos aos devedores pela sociedade de empréstimo entre pessoas. § 1º Os instrumentos previstos nos incisos III e IV do caput serão: I - emitidos pela sociedade de empréstimo entre pessoas ou em favor desta; ou II - celebrados tendo a sociedade de empréstimo entre pessoas como parte.

31 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 19. [...] § 3º As operações de que trata o art. 16 devem ser consideradas constituídas somente após o cumprimento dos procedimentos previstos neste artigo.

32 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 22. É vedado à sociedade de empréstimo entre pessoas: [...]

Portanto, a plataforma não é responsável pelo efetivo pagamento da dívida e não está autorizada a reter o risco do crédito.³³ Ademais, os recursos oriundos da operação de empréstimo ou financiamento não podem circular em contas de titularidade da plataforma não vinculadas às operações.³⁴

Nessa fase, a plataforma cobra dos devedores a tarifa pela realização da operação de empréstimo ou financiamento e pela gestão da operação de crédito, que podem ser descontadas diretamente da cédula de crédito bancário ou incluídas no valor do financiamento.

Na primeira hipótese, o devedor recebe o valor líquido do empréstimo descontados os impostos e demais taxas e comissões devidas à plataforma, de modo que a plataforma assegura o recebimento da sua remuneração independentemente da efetiva quitação da dívida pelo devedor. Em tal modelo de remuneração, a plataforma pode ser incentivada a gerar o maior número de operações possível, em detrimento da qualidade do crédito, uma vez que a sua remuneração pela originação da operação de crédito segue desvinculada do fluxo de pagamento do instrumento representativo do crédito.

Por outro lado, se a tarifa devida à plataforma for incluída no valor do financiamento,³⁵ ou seja, no preço das parcelas, a plataforma

V - transferir recursos aos devedores antes de sua disponibilização pelos credores; VI - transferir recursos aos credores antes do pagamento pelos devedores; [...]

33 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 18. As operações de que trata o art. 16 devem ser realizadas sem retenção de risco de crédito, direta ou indiretamente, por parte das sociedades de empréstimos entre pessoas e de empresas controladas ou coligadas.

34 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 22. É vedado à sociedade de empréstimo entre pessoas: [...] VII - manter recursos dos credores e dos devedores em conta de sua titularidade não vinculados às operações de empréstimo e de financiamento de que trata o art. 16; [...]

35 Mova. 6.2. A Mova cobra do solicitante uma “tarifa pela realização da operação de empréstimo ou financiamento”. A tarifa será apresentada ao solicitante de forma clara e sempre observados os limites mínimo e máximo equivalentes a 0,25% (zero vírgula vinte e cinco por cento) e 9,00% (nove por cento) do valor bruto do financiamento. Essa tarifa será financiada e, portanto, inclusa no valor do financiamento, juntamente com o imposto sobre operações financeiras (IOF) do solicitante.

depende que o devedor mantenha o fluxo de pagamentos para receber a sua remuneração. Esse modelo de remuneração pode incentivar maior rigor na classificação do risco da operação, privilegiando a qualidade do crédito.

1.2. Cobrança de crédito.

Em caso de inadimplência do devedor, as plataformas oferecem serviço de cobrança extrajudicial e judicial dos créditos, hipótese em que a plataforma se torna mandatária do credor, agindo em seu nome e no seu interesse, podendo adotar medidas que podem ir desde o contato com o devedor, a inscrição do devedor em órgãos de proteção de crédito, a negociação do débito, a concessão de descontos e a cobrança judicial. A tomada de decisão é da plataforma e o credor não está autorizado a realizar cobranças diretamente com o devedor.

Caso seja necessário antecipar despesas decorrentes de tais medidas, as plataformas esclarecem que os valores serão devidos exclusivamente pelo credor e podem ser cobrados concomitantemente à prestação do serviço de cobrança ou descontados futuramente em caso de êxito na recuperação do crédito.

De todo modo, transcorridos 30 (trinta) dias corridos de atraso, é possível que haja cobrança de uma tarifa adicional equivalente a um percentual sobre o valor em atraso.³⁶

³⁶ Caprate. Termos e condições de uso do investidor (versão de 19 de maio de 2022). 12.8 Poderão ser aplicados, ainda, na hipótese de atraso pela Empresa Solicitante do pagamento de qualquer uma das parcelas, em favor da CapRate: a) Honorários advocatícios e demais despesas relacionadas à cobrança dos valores inadimplentes; b) Eventuais tributos, incluindo, mas não se limitando a IOF, incidentes sobre o valor em atraso; c) Empréstimos concedidos a partir de maio de 2021: Multa de 1% sobre o valor em atraso, a qual será devida para a CapRate no âmbito do Empréstimo Entre Pessoas como tarifa de serviço de cobrança; d) Empréstimos concedidos a partir de outubro de 2021: Após de 30 (trinta) dias corridos de atraso, uma tarifa adicional de serviço de cobrança pelos serviços prestados pela CapRate, no valor de até 10%

2. O jogo dos incentivos regulatórios.

Na operação intermediada pela SEP, quem concede o crédito é o agente superavitário, que se obriga a transferir os valores para a plataforma. A sociedade de empréstimo entre pessoas não tem autorização para originar a operação de empréstimo ou financiamento com recursos próprios.³⁷

A SEP não retém o risco do crédito, aqui desdobrado em três eventos que o representam: *default*, inadimplência e perdas efetivas.³⁸ Com efeito, é vedado à sociedade de empréstimo entre pessoas

(dez por cento) sobre o valor em atraso. Disponível em: <https://caprate.com.br/termos>. Acesso em: 15 set. 2025. Nexoos. Termos e condições aplicáveis aos investidores Nexoos (versão de 3 de setembro de 2024). Conforme estará previsto nas CCBs, na hipótese de atraso pela Empresa Solicitante do pagamento de qualquer uma das parcelas, são aplicadas atualmente sobre o saldo inadimplente em favor do Investidor [...] Poderão ser aplicados, ainda, na hipótese de atraso pela Empresa Solicitante do pagamento de qualquer uma das parcelas, em favor da Nexoos: Honorários advocatícios e demais despesas relacionadas à cobrança dos valores inadimplentes; Eventuais tributos, incluindo, mas não se limitando a IOF, incidentes sobre o valor em atraso; Em Empréstimos Entre Pessoas concedidos até abril de 2021: a. multa de 2% sobre o valor em atraso em favor do Investidor; Em Empréstimos Entre Pessoas concedidos a partir de maio de 2021: Multa de 1% sobre o valor em atraso em favor do Investidor; e Multa de 1% sobre o valor em atraso, a qual será devida para a Nexoos no âmbito do Empréstimo Entre Pessoas. Após 30 dias corridos de atraso, tarifa de serviço de cobrança pelos serviços prestados pela Nexoos, no valor de até 10% sobre o valor em atraso. Disponível em: https://www.nexoos.com.br/termos-e-condicoes/?_gl=1*nioo3b*_gcl_au*MjA1NzA4NzE3Mi4xNzU3OTgzODg1*_ga*MjA3ODQ4NDI4Ni4xNzU3OTgzODg1*_ga_WXQPVLRT50*czE3NTc5ODM4ODUkbzI3JGcxJHQxNzU3OTgzOTUzJGo2MCRsMCRoMA... Acesso em: 15 set. 2025.

37 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 22. É vedado à sociedade de empréstimo entre pessoas: I - realizar operações de empréstimo e de financiamento com recursos próprios; [...]

38 Vitória Bittar Teixeira, em sua dissertação de mestrado, explica que “O default se configura como o descumprimento das cláusulas contratuais do contrato de crédito, mesmo sem haver atraso no pagamento das prestações; já a inadimplência significa que não houve amortização do saldo devedor no tempo pactuado, ou seja, houve atraso no pagamento das prestações e/ou juros e a medida de tempo para configurar esse atraso pode variar conforme o padrão estatístico adotado, normalmente entre 1, 15, 60 a 90 dias. Por fim, há as perdas efetivas atreladas às frações não recuperadas e aos gastos judiciais e extrajudiciais, despendidos para recuperar aquele crédito inadimplido”. TEIXEIRA, Vitória Bittar. *Análise dos sistemas de pontuação de crédito das fintechs em face do ordenamento jurídico brasileiro*. Faculdade de Direito de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, 2021. p. 64.

reter o risco de crédito, direta ou indiretamente,³⁹ e coobrigar-se ou prestar qualquer tipo de garantia nas operações de crédito.⁴⁰

Ainda, a SEP é uma instituição financeira que visa o lucro e está autorizada a cobrar tarifas pela intermediação da operação de crédito e prestação dos serviços de análise e cobrança de crédito para seus clientes e perante terceiros.⁴¹

Segundo o economista Felipe Alcantara, o fato de as plataformas se financiarem por meio da cobrança de taxa pelos serviços prestados pode justificar a sua vantagem competitiva em relação aos bancos.⁴²

Nas operações de crédito bancárias, o lucro advém do *spread* bancário, que é a diferença das taxas aplicadas para a captação e para o empréstimo. Em contraponto, a SEP está autorizada a cobrar taxas sobre o valor do empréstimo a ser captado por meio da sua plataforma.

Assim, como explica o economista Felipe Alcantara, se os juros pagos aos investidores forem mais altos do que os pagos pelos bancos aos depositantes e, os juros cobrados dos tomadores forem menores do que os cobrados pelos bancos,⁴³ a SEP será economicamente mais vantajosa para os potenciais credores e devedores do que os bancos.

No mesmo sentido, Daniel Alvarenga pontua que a SEP pode

39 Resolução CMN 5.050/2022. Artigo 18.

40 Resolução CMN 5.050/2022. Artigo 22.

41 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 31. É facultada a cobrança de tarifas referentes à realização da operação de empréstimo e de financiamento de que trata o art. 16 e à prestação dos serviços mencionados no art. 15, parágrafo único, desde que previstas no contrato celebrado entre a sociedade de empréstimo entre pessoas e seus clientes e usuários.

42 ALCANTARA, Felipe da Silva. *O mercado de peer-to-peer lending: uma análise da regulação e de seus participantes no Brasil*. Rio de Janeiro, 2021. p. 19.

43 *Ibidem*, p. 19.

proporcionar aos tomadores de crédito capital a uma taxa de juros mais baixa se comparada com a taxa de juros cobrada pelos bancos.⁴⁴

Cumprе ressaltar, todavia, que o banco possui incentivos para exercer rigorosa análise quanto ao crédito e o respectivo tomador, por suportar o risco (*default*, inadimplência e perdas efetivas) e atuar com recursos próprios (toma e dá emprestado em seu próprio nome).⁴⁵

Por outro lado, nas operações intermediadas pela SEP, embora a plataforma seja responsável pela análise do crédito e respectiva classificação do risco da operação, não suporta a inadimplência e perdas efetivas. Lembre-se que quem concede o crédito, suportando o risco da inadimplência e a perda do montante disponibilizado, é o agente superavitário (credor da operação), a exemplo do investidor de varejo com limite de aporte de até R\$ 15.000,00 (quinze mil reais).

Assim, é possível que a SEP, enquanto empresa que visa o lucro, seja incentivada a originar o maior número de operações, em detrimento da qualidade do crédito, sobretudo no modelo em que a remuneração da plataforma segue desvinculada do fluxo de pagamento do instrumento representativo do crédito e há cobrança de tarifa adicional em caso de inadimplência.

Ressalta-se que a SEP não utiliza recursos próprios para a concessão do crédito; não retém o risco do crédito e cobra taxa de serviço pela originação da operação de crédito e pela cobrança em caso de inadimplência, situação que será avaliada a seguir à luz dos deveres regulatórios dispostos na Resolução CMN 5.050/2022.

44 ALVARENGA, Daniel H.C. *Fintechs de Crédito: regulamentação jurídica comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p. 92.

45 WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto. *Direito bancário: contratos e operações bancárias*. 2 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 43.

3. Deveres regulatórios: o que a SEP deve observar, segundo a Resolução CMN 5.050/2022?

Do quanto exposto, é possível concluir que a operação de empréstimo ou financiamento entre pessoas depende da atuação profissional e imparcial da sociedade de empréstimo entre pessoas para (i) conectar potenciais credores e devedores; (ii) avaliar o risco do crédito; e (iii) definir as condições da operação de crédito.

Todavia, considerando a opção regulatória de vedar a retenção do crédito e o uso de recursos próprios da SEP para originar a operação, podem ocorrer conflitos de interesse entre os seus clientes e a SEP, a exemplo da política de tarifa.

Em vista disso, a presente seção apresenta as balizas previstas na Resolução CMN 5.050/2022, a fim de mitigar possíveis conflitos de interesses e desalinhamento de incentivos entre a plataforma e seus clientes.

3.1. Qualificação jurídica.

A Resolução CMN 5.050/2022 qualifica a SEP como instituição financeira,⁴⁶ sujeitando-a ao cumprimento de deveres de conduta e de governança compatíveis com a sua função de intermediária financeira.

Segundo a classificação do Banco Central, a SEP se enquadra no segmento 5 (S5), junto com outras instituições e conglomerados não bancários sujeitos a estrutura simplificada de gerenciamento de riscos.⁴⁷

46 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 11. As sociedades de empréstimo entre pessoas são instituições financeiras, devendo ser constituídas sob a forma de sociedade anônima.

47 Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/regprudencialsegmentacao/>. Acesso em: 15 jun. 2025.

Referida opção regulatória não está imune a críticas.⁴⁸ Com efeito, ao autorizar a intermediação do crédito sem o risco da inadimplência, a Resolução CMN 5.050/2022 rompeu com o conceito tradicional de intermediação financeira, conforme exposto por Daniel Alvarenga.⁴⁹

Não obstante, para funcionamento, a SEP deve estar registrada perante o Banco Central⁵⁰ e deve ser obrigatoriamente constituída sob a forma de sociedade anônima,⁵¹ com capital social integralizado e patrimônio líquido mínimo de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais).⁵²

A obrigatoriedade da forma de sociedade anônima atrai a incidência da Lei de Sociedades por Ações (nº 6.404/1976), especialmente no tocante aos deveres fiduciários dos administradores. Uma agenda de pesquisa relevante é investigar em que medida a SEP pode ser responsabilizada por eventual descumprimento de deveres fiduciários perante os seus clientes (credores e devedores).

48 De acordo com Luis Felipe Vidal Arellano, “Na medida em que se apresentam como meras intermediadoras entre credores potenciais e devedores potenciais, as atividades das SEPs mais se assemelham às atividades de uma corretora de valores do que às atividades de uma instituição financeira”. ARELLANO, Luis Felipe Vidal. Estariam as fintechs de crédito sujeitas à lei de usura? *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 81, ano 21, p. 101-118, jul./set.2018.

49 ALVARENGA, Daniel H.C. *Fintechs de Crédito: regulamentação jurídica comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p. 97.

50 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 13. O funcionamento das sociedades de empréstimo entre pessoas depende de autorização do Banco Central do Brasil, na forma da regulamentação específica.

51 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 11. As sociedades de empréstimo entre pessoas são instituições financeiras, devendo ser constituídas sob a forma de sociedade anônima.

52 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 14. As sociedades de empréstimo entre pessoas devem observar permanentemente o limite mínimo de capital social integralizado e de patrimônio líquido de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais).

3.2. Avaliação do risco do crédito.

Além de estar sujeita ao registro perante o Banco Central e ser obrigatoriamente constituída sob a forma de sociedade anônima, a Resolução CMN 5.050/2022 impõe balizas quanto à avaliação do risco do crédito.

O modelo de análise feito pela plataforma deve refletir de forma imparcial o risco dos potenciais devedores e das operações de crédito.⁵³ Para Daniel Alvarenga, é essencial que exista imparcialidade na demonstração das informações a fim de garantir a isonomia entre os clientes da plataforma (potenciais credores e devedores).⁵⁴

Ao selecionar potenciais tomadores de crédito, a plataforma, com base em critérios consistentes, verificáveis e transparentes, deve avaliar a situação econômico-financeira, o grau de endividamento, a capacidade de geração de resultados ou de fluxos de caixa, a pontualidade e atrasos nos pagamentos, o setor de atividade econômica e limite de crédito.⁵⁵

Conforme reconhecido pelas plataformas, a SEP agrega valor à avaliação do crédito por meio do seu modelo de análise,⁵⁶ sendo o

53 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 29. A sociedade de empréstimo entre pessoas deve utilizar modelo de análise de crédito capaz de fornecer aos potenciais credores indicadores que reflitam de forma imparcial o risco dos potenciais devedores e das operações de empréstimo e de financiamento.

54 ALVARENGA, Daniel H.C. *Fintechs de Crédito: regulamentação jurídica comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p. 152.

55 Resolução CMN 5.050/2022. Artigo 30.

56 Caprate. 10.7 Apesar de a CapRate agregar valor à análise de crédito, a classificação de risco é apenas informativa e recomendamos aos Investidores que façam suas próprias avaliações. Em relação à qualidade de crédito do solicitante, nós sugerimos que o Investidor faça a sua própria investigação, análise e avaliação antes de realizar uma Intenção de Investimento, ficando, inclusive, a cargo do próprio Investidor procurar aconselhamento financeiro independente quando e se entender apropriado. Nexoos. Apesar de a Nexoos agregar valor à análise de crédito, a classificação de risco e o relatório do crédito são meramente informativos, por isso recomendamos ao Investidor que faça a sua própria avaliação.

risco da operação a base para a tomada de decisão fundamentada do potencial credor.

Todavia, é comum que as plataformas incluam em suas políticas internas a prerrogativa de não informar os motivos da classificação do risco de crédito, de modo que ressalvas como “a classificação de risco é meramente informativa” e “a plataforma se reserva o direito de não informar os motivos que levaram a constituir a classificação do risco de crédito”⁵⁷ parecem ir na contramão da finalidade regulatória.

3.3. Compatibilidade da política de tarifas.

Conforme visto, a SEP pode fornecer o serviço de análise de crédito; de intermediação da operação de empréstimo ou financiamento e o serviço de cobrança de crédito, estando autorizada a cobrar taxas pelos respectivos serviços.

A única ressalva feita pela Resolução CMN 5.050/2022 é a de que a política seja condizente com a viabilidade econômica da operação de crédito e propicie a convergência dos interesses próprios da plataforma e de seus clientes.⁵⁸

Na prática, o que se observa é que a plataforma pode ser remunerada pelos serviços de intermediação financeira independentemente do efetivo fluxo de pagamento do crédito pelo deve-

57 Mova. 14.15. Os ratings e a análise de crédito da mova são apenas informativa e recomendamos ao investidor que faça a sua própria avaliação. em relação à qualidade de crédito do solicitante, a mova sugere que o investidor faça a sua própria análise, avaliação e pesquisa anteriormente à realização do investimento, ficando, inclusive, a cargo do próprio investidor procurar aconselhamento financeiro independente, quando e se entender apropriado.

58 Resolução CMN 5.050/2022. Parágrafo único. A sociedade de empréstimo entre pessoas deve adotar política de tarifas condizente com a viabilidade econômica das operações de empréstimo e de financiamento, de forma a propiciar a convergência dos interesses próprios e dos seus clientes.

dor; ao passo que se houver inadimplência, a plataforma também pode ser remunerada por uma tarifa adicional pelo serviço de cobrança, o que parece indicar conflito de interesses.

De todo modo, como a Resolução CMN 5.050/2022 não indica parâmetros concretos sobre os limites da política de tarifas, a convergência dos interesses próprios da plataforma e dos seus clientes deve ser avaliada casuisticamente.

3.4. Outros deveres regulatórios.

Em suma, a Resolução CMN 5.050/2022 impõe a SEP uma série de deveres regulatórios para mitigar possíveis conflitos de interesses e desalinhamento de incentivos entre a plataforma e seus clientes.

Alguns exemplos foram explorados acima, como (i) a constituição da SEP obrigatoriamente na forma de sociedade anônima; (ii) a observância de critérios consistentes, verificáveis e transparentes quanto à avaliação do risco do crédito; (iii) a compatibilidade da política de tarifas da SEP com os interesses dos seus clientes.

Além desses, a SEP tem a obrigação de divulgar mensalmente a taxa média de inadimplência das suas operações⁵⁹ e de observar o dever de adequação (*suitability*) na oferta dos produtos financeiros.⁶⁰

Somados tais elementos, e ciente de que a avaliação do risco do crédito é essencial para a tomada de decisão do credor quanto à concessão do empréstimo ou financiamento, e que a SEP não toma o risco do crédito, as regras regulatórias buscam gerar incentivos para que seja adotada uma política de crédito criteriosa.

59 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 27. A sociedade de empréstimo entre pessoas deve divulgar mensalmente a inadimplência média, por classificação de risco, das operações de empréstimo e de financiamento de que trata o art. 16 relativas aos últimos doze meses.

60 Resolução CMN 5.050/2022. Art. 28. A sociedade de empréstimo entre pessoas deve realizar análise do perfil dos potenciais credores, de modo a verificar se eles atendem ao perfil de risco das operações de que trata o art. 16.

Conclusão.

O presente artigo se propôs a investigar os atuais incentivos regulatórios em operações de empréstimo e financiamento por plataformas eletrônicas, a partir da análise conjugada das políticas e termos de uso das sociedades de empréstimo entre pessoas e das disposições da Resolução CMN 5.050/2022.

De acordo com os dados empíricos analisados, verificou-se que o modelo de remuneração e a política de tarifas praticados pela plataforma podem aumentar o apetite por operações de maior risco, privilegiando o acesso ao crédito, ainda que o risco de inadimplência seja alto, sobretudo no modelo em que a remuneração da plataforma é desvinculada do fluxo de pagamento do instrumento representativo do crédito e há cobrança de tarifa adicional em caso de inadimplência.

Em contraponto, (i) a qualificação jurídica da sociedade de empréstimo entre pessoas como instituição financeira e a sua necessária constituição sob a forma de sociedade anônima; (ii) a exigência de critérios para a avaliação do risco do crédito, do perfil dos potenciais credores e devedores; (iii) a compatibilidade da política de tarifas da sociedade de empréstimo entre pessoas com os seus interesses e dos clientes; (iv) os deveres de divulgar mensalmente a taxa média de inadimplência das suas operações e de observar o dever de adequação (*suitability*) *na oferta dos produtos financeiros podem remediar incentivos perversos.*

OS LIMITES DA VINCULAÇÃO DOS MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DE SOCIEDADES ANÔNIMAS AO ACORDO DE ACIONISTAS¹

THE LIMITS OF THE BINDING EFFECT OF SHAREHOLDERS' AGREEMENTS ON MEMBERS OF THE BOARD OF DIRECTORS OF CORPORATIONS

*Hugo Nunes Nakashoji Nascimento**

Resumo: O presente trabalho tem como objetivo analisar os limites da subordinação dos conselheiros de administração aos acordos de acionistas que regulam o poder de controle no âmbito das sociedades anônimas. As linhas iniciais se dedicam ao exame da teoria organicista de seus reflexos perante os órgãos da administração das companhias, especialmente no que alude à relação acionista controlador-conselho de administração. Em seguida, busca-se investigar quem são os titulares dos interesses a serem tutelados pela administração e, nesse ínterim, investiga-se o conceito de interesse social, no confronto das teorias do contratualismo e do institucionalismo, com o escopo de verificar qual delas melhor se adequa ao sistema societário brasileiro. Por fim, o trabalho se volta a examinar os limites da vinculação dos conselheiros com enfoque nas principais correntes doutrinárias sobre o tema objeto de estudo.

Palavras-chave: Conselho de administração. Autonomia funcional. Acordo de acionistas. Poder de controle.

Abstract: This essay examines the boundaries of board members' subordination to shareholder agreements that regulate control

¹ Acesso em 08.09.2025 e aceito em: 02.03.2026.

* Mestrando em Direito Comercial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP). LL.M em Direito Societário pelo Insper. Advogado em Brasília e em São Paulo. E-mail: hugo.nakashoji@gmail.com.

power within publicly traded corporations. The analysis begins by exploring the organicist theory and its implications for corporate governance bodies, with particular attention to the relationship between controlling shareholders and the board of directors. It then investigates the nature of the interests that corporate management must safeguard, critically assessing the concept of corporate interest through the competing frameworks of contractualism and institutionalism. This examination seeks to determine which theory most appropriately aligns with Brazil's corporate governance system. Finally, the study evaluates the limits of board members' obligations under shareholder agreements, engaging with the principal doctrinal debates on this subject. By addressing these questions, this essay contributes to the broader discussion on corporate governance, accountability, and the balance of power between shareholders and directors in Brazilian corporations.

Keywords: Board of Directors. Functional Autonomy. Shareholders' Agreement. Corporate control.

Sumário: Introdução. 1. A teoria organicista e seus influxos na administração das sociedades anônimas. 2. De quem são os interesses a serem tutelados pelos membros do conselho de administração? 2.1. A teoria contratualista. 2.2. A teoria institucionalista. 3. O acordo de acionistas para o exercício do poder de controle. 4. Os limites dos efeitos do acordo de controle perante os membros da administração das sociedades anônimas. 4.1. A vinculação plena. 4.2. A não vinculação. 4.3. A vinculação relativa. Conclusão.

Introdução.

Questão que por muito tempo permeou debates no direito societário brasileiro diz respeito à possibilidade, ou não, de os integran-

tes do conselho de administração se vincularem aos termos e orientações provenientes do acordo de acionistas celebrado entre aqueles que integram o bloco de controle da companhia.

Uma parte da doutrina defendia a possibilidade de os conselheiros de administração se submeterem ao pacto parassocial firmado entre os acionistas controladores, sob o argumento de que os administradores devem agir em prol do interesse social, o qual, por sua vez, refletiria a vontade comum dos sócios. Nessa perspectiva, os deveres de independência e de zelo pelo interesse social, inerentes aos membros da administração, seriam compatíveis com a ideia de vinculação ao acordo de acionistas. Por outro lado, os partidários da teoria restritiva sustentavam que aventada subordinação dos membros do conselho aos domínios do controlador seria incompatível com o cumprimento dos deveres fiduciários, especialmente o dever de independência, uma vez que, vinculados, os administradores tornar-se-iam apenas sujeitos passivos dentro da companhia.

Conquanto esse debate tenha se estendido por décadas, é bem verdade que, no contexto do direito societário brasileiro, as alterações introduzidas pela Lei nº 10.303/2001 na Lei das S.A., especialmente ao incluir o exercício do poder de controle no rol de matérias reguladas pelos acordos de acionistas e ao acrescentar os §§ 8º e 9º ao art. 118, tiveram um impacto significativo. Isso porque, a partir dessas mudanças legislativas, a vinculação dos administradores ao acordo de acionistas tornou-se certeza entre nós.

Ainda assim, toda essa evolução legislativa parece não ter sido suficiente para dirimir a discussão em sua completude. Se antes a discussão girava em torno da possibilidade (ou não) de os acordos entre acionistas vincularem os administradores, agora, o debate se volta a uma outra questão: quais são os limites (se é que existem) da subordinação imposta pelo legislador. Trata-se de discussão relevante para a dinâmica das sociedades anônimas, pois, se é verdade que os administradores dispõem, para atender o interesse social, da prerrogativa da independência, bem como devem observar os deveres fiduciários,

no exercício de suas funções de modo a atender o interesse social, então é pertinente questionar até que ponto a administração pode se sujeitar aos pactos firmados por aqueles que os elegeram, sem que tal vinculação implique no descumprimento dos deveres fiduciários que a Lei nº 6.404/76 lhes impõem.

Como se vê, a controvérsia reflete tensões entre os deveres fiduciários dos administradores, a realização do interesse social, e os limites dos acordos de acionistas que disciplinam o exercício do poder de controle. É a partir dessa intrincada relação que o presente trabalho se propõe a trazer reflexões acerca dos limites da vinculação dos administradores ao acordo de acionistas e como essa prática pode, ou não, interferir no sistema societário.

Para alcançar tal objetivo, o presente estudo parte inicialmente da análise da estrutura orgânica das sociedades anônimas submetidas ao regime da Lei nº 6.404/76, com especial enfoque na configuração e dinâmica do conselho de administração. Busca-se, com isso, examinar as complexas relações e conformações de poder que permeiam esse órgão societário, considerando tanto suas atribuições legais previstas no art. 142 da Lei nº 6.404/76 quanto sua alocação estratégica na estrutura funcional das sociedades anônimas.

Tomadas essas considerações, se passa a examinar o interesse social, conceito-chave para a compreensão da questão a ser respondida neste estudo. Enquanto princípio norteador da atuação dos órgãos societários, o interesse social assume diferentes interpretações jurídicas e as divergências entre as teorias do contratualismo e do institucionalismo parecem interferir diretamente na análise dos limites da vinculação dos conselheiros ao acordo de acionistas.

Reunidas todas as informações, serão analisadas as vertentes doutrinárias que versam sobre o tema da vinculação dos administradores ao acordo de acionistas, oportunidade em que serão abordados os argumentos que dão sustento jurídico a cada uma das correntes de forma mais específica.

1. A teoria organicista e seus influxos na administração das sociedades anônimas.

Antes de ingressar nos aspectos específicos acerca dos limites da vinculação dos membros da administração ao acordo de acionistas do bloco de controle, é preponderante entender como a teoria organicista se relaciona com a estrutura administrativa-funcional das sociedades anônimas e esta última com o exercício do poder na realidade societária.

Para viabilizar o fenômeno associativo, o ponto central do direito societário, o sistema jurídico estrutura uma série de normas de organização com o objetivo de estabelecer as competências da sociedade nos seus diversos relacionamentos, sejam internos, sejam externos.² À vista disso, a alocação dessas competências, como forma de distribuição de poderes, é condição não menos do que essencial para o desempenho regular das atividades de uma organização, especialmente no que se refere à formação da vontade coletiva e a execução dos atos de fiscalização.³

Na disciplina do direito societário em particular, as unidades funcionais às quais são legalmente atribuídas competências decisórias e executivas recebem a designação de “órgãos sociais”⁴ por força da teoria organicista adotada pelo nosso sistema desde a edição do Decreto-Lei nº 2.627/1940,⁵ e ainda hoje presente na lei societária. Os

2 ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário: abuso das posições subjetivas minoritárias*. 2010. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. doi:10.11606/T.2.2010.tde-02082011-142051, p. 27.

3 GATTAZ, Luciana de Godoy Penteado. *A vinculação de membros do conselho de administração ao acordo de acionistas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 17.

4 Marcelo Vieira Von Adamek caracteriza o órgão como “o centro de imputação de poderes funcionais exercidos, por um mais indivíduos que nele estejam investidos, para formar e manifestar a vontade juridicamente imputável à pessoa jurídica” (Cf. ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 11).

órgãos sociais são, assim, células internas de poder funcional por meio das quais a companhia, enquanto centro de imputação de direitos e deveres, manifesta suas vontades e exterioriza resultados de suas deliberações conforme as regras reservadas a cada um dos centros de poder.⁶ Nessa ordem de ideias, os administradores constituem os presentantes orgânicos da companhia, pelo que devem sempre exercer seu ofício no interesse da companhia, sendo vedado, portanto, a prática de quaisquer atos que beneficiem a si próprio ou a terceiros.

Vale dizer que uma interpretação sistemática da lei que rege as sociedades por ações nos demonstra que o legislador procurou estabelecer, entre os órgãos sociais, uma relação de hierarquia funcional, sujeitando os órgãos da administração à assembleia geral.⁷

É consenso no direito societário pátrio a ideia segundo a qual a Lei nº 6.404/76 erigiu a assembleia geral ao mais alto patamar na estrutura hierárquica de uma sociedade anônima,⁸ tendo a lei atribuído a tal órgão, para além de tantas outras competências, o poder-função de “*decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar resoluções que julgar conveniente à sua defesa e desenvolvimento*”, nos termos do art. 121 da Lei do Anonimato.

5 A respeito desse aspecto histórico da teoria organicista no direito societário pátrio, Flávia Parente anota que “[...] desde a edição do Decreto-lei nº 2.627/1940, adotou-se a teoria organicista da administração, prevalecendo o entendimento doutrinário de que o vínculo existente entre o administrador e a sociedade é baseado na representação orgânica” (Cf. PARENTE, Flávia. *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro. Renovar, 2005. p. 30-31).

6 A lei acionária reconhece a existência dos seguintes órgãos sociais: assembleia geral, conselho de administração, diretoria e o conselho fiscal. Para além desses, dos quais a lei societária exige o funcionamento do primeiro e do terceiro, o ato constitutivo poderá constituir outros órgãos sociais com funções técnicas ou de aconselhamento (v.g., os comitês de assessoramento), nos termos do art. 160 da LSA.

7 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. V. I., Rio de Janeiro, Forense, 2008. p. 779.

8 BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 18 ed. São Paulo: Atlas, 2021. p. 379.

Idealmente, é por meio desse órgão social que o conjunto de acionistas se reúnem, discutem, se valem do direito de voz, deliberam e aprovam, com base no princípio majoritário, as matérias de interesse geral da companhia na forma prescrita pela lei acionária, isto é, observando o método assemblear.⁹ Portanto, é no seio da assembleia geral, o fórum de debates supremo da companhia,¹⁰ que os acionistas formam a vontade coletiva.

No entanto, o que se tem verificado na prática é que a soberania da assembleia geral tem cada vez mais se apresentado com um atributo de natureza formal. Isso porque, no mais das vezes, os acionistas se reúnem previamente por força do acordo de voto para alinhar o sentido dos votos a serem proferidos no conclave¹¹, transformando o momento da assembleia geral em uma cerimônia protocolar e puramente homologatória de uma vontade já pré-definida.¹² Não por outra razão, aliás, tem ganhado força na doutrina societária moderna o entendimento de que a assembleia geral, a despeito de sua soberania, se tornou “*um sofisticado exercício de ilusão popular do capitalismo*”, na medida em que poder no âmbito das sociedades anônimas “*concentrou-se ou nas mãos de um pequeno grupo de acionistas controladores, usualmente organizados através de acordos de acionistas*”.¹³

9 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II – 3ª ed. rev. e ampl. – Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 345.

10 FILHO, Celso Barbi. Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina geral. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n. 121, 2001, p. 34.

11 GATTAZ, Luciana de Godoy Penteadó. *A vinculação de membros do conselho de administração ao acordo de acionistas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 22.

12 Registre-se que o absentéismo acionário, fenômeno cada vez mais corriqueiro nas deliberações sociais, também corrobora para o movimento de transmutação da natureza da soberania da assembleia geral.

13 EIZIRIK, Nelson. *Acordo de acionistas regulando o exercício do poder de controle. Interpretação dos §8º e 9º do art. 118 da Lei das S.A.* In: Estudos de Direito Empresarial. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 30-31. Em sentido similar, Laura Amaral Patella anota que “apesar de atribuir

Com efeito, o que se tem observado nas últimas décadas, e com maior intensidade após a alteração promovida pela Lei nº 10.303/2001 no *caput* do art. 118 da Lei do Anonimato, é o fortalecimento do conselho de administração como um dos principais órgãos para a definição de questões estratégicas da companhia, excetuadas aquelas privativamente reservadas à assembleia geral,¹⁴ bem como a assunção desse órgão ao papel central na definição da política empresarial a ser seguida.¹⁵ Nesse sentido, a doutrina elenca que a Lei nº 6.404/76 atribui três funções essenciais ao conselho de administração, quais sejam: a normativa, relacionada ao estabelecimento de diretrizes gerais para os negócios; a fiscalizatória, que envolve a supervisão dos atos de gestão praticados pelos diretores; e a administrativa, que inclui, dentre outras, a prerrogativa de eleger e de destituir os diretores.¹⁶

Ademais, de acordo com a exposição de motivos do anteprojeto que deu origem à Lei do Anonimato, a intenção do legislador em instituir a figura do conselho de administração na estrutura orgânica das companhias era de garantir a representatividade da minoria dos

à assembleia o papel central na hierarquia orgânica de tomada de decisões, o legislador reconheceu a tendência ao deslocamento do centro de tomada de decisões do órgão assemblear para os órgãos da administração [...]” (Cf. PATELLA, Laura Amaral; BORGES, Leandro Vilarinho; BERNADES; Lucas Petri; AZEVEDO, Luís André Negrelli de Moura. Deveres Fiduciários dos Administradores. Vinculação dos Administradores. In: *Mercado de Capitais Brasileiro*: Doutrina, Cases e Materials. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 227).

14 BULGARELLI, Waldírio. *Manual das Sociedades Anônimas*. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2001. p. 177.

15 Embora não se negue a importância do conselho de administração para a consecução das múltiplas atividades executivas inerentes ao cotidiano da companhia, o Professor Arnoldo Wald reforça que “não incumbe, portanto, aos membros do conselho de administração o exercício de atividades executivas, mas sim a participação na tomada de decisões, de natureza geral, sobre os negócios da companhia” (Cf. WILD, Arnoldo. A evolução do regime legal do conselho de administração, os acordos de acionistas, e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflitos de interesses. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 11, 2001. p. 13).

16 TOLEDO, Paulo Fernando C. Salles de. *O conselho de administração na sociedade anônima*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999. p. 37

acionistas na composição deste órgão social. Nesse sentido, o conselho de administração se revela um elemento-chave para a efetivação dos mecanismos de governança corporativa, uma vez que, na estrutura da sociedade anônima, esse órgão ocupa posição intermediária entre os acionistas e a diretoria,¹⁷ atuando de forma qualificada e prioritariamente independente, de modo a mitigar os conflitos de interesses, que naturalmente podem ser constatados no âmbito das relações societárias.

Contudo, nos parece que a percepção concernente ao papel desempenhado pelo conselho de administração acima exposta mais se alinha às premissas teóricas do que à real dinâmica das companhias.

Há que se rememorar que o conselho de administração não deixa de ser (mais) um órgão social a serviço do controlador, como bem asseverou Calixto Salomão Filho.¹⁸ Isso porque os membros deste órgão social são, por força do art. 140 da Lei nº 6.404/76, eleitos por deliberação levada a efeito pela assembleia geral de acionistas, na qual o controlador exerce seus direitos e poderes para indicar e fazer nomear aqueles candidatos que de alguma forma, ou em razão de algum atributo, lhe convém.

Muito do interesse do controlador na eleição dos membros do conselho, vale pontuar, reside no fato de que o art. 142 da Lei nº 6.404/76, como dito, outorga a esse órgão social importantes competências, quiçá as mais relevantes, em matéria administrativa.¹⁹ Nesse

17 BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 18 ed. São Paulo: Atlas, 2021. p. 408.

18 SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade*. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 176.

19 Nessa linha de ideias, José Edwaldo Tavares Borba destaca que “o conselho assume atribuições que normalmente seriam da assembleia (orientação geral dos negócios, eleição de diretores, deliberação sobre a emissão de valores mobiliários), incumbindo-se, porém, por outro lado, de encargos típicos de diretoria (convocação de assembleia geral, escolha e destituição de auditores independentes e, se o estatuto o exigir, aprovação de atos ou contratos)” (Cf. BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 18 ed. São Paulo: Atlas, 2021. p. 409).

contexto, os conselheiros indicados pelo controlador tendem, quase que na totalidade das vezes, a aprovar as matérias mais alinhadas aos interesses dos seus eleitores, de modo que não parece equivocado dizer que a atuação desse órgão social vem para consolidar as posições de domínio preteritamente estabelecidas pelo controlador da companhia.²⁰

Essa conjectura de domínio sobre o conselho de administração permite ao controlador translocar, dentro dos limites legais, determinadas matérias de interesse geral da companhia do crivo da assembleia geral, *v.g.* o estabelecimento das diretrizes gerais dos negócios da sociedade, na qual os minoritários poderiam ter maior participação, e submetê-las à deliberação no conselho de administração, com a certeza de que a sua vontade prevalecerá nesse órgão deliberativo²¹. Desse modo, ao pequeno investidor – à exceção dos institucionais, que podem fazer frente a esse movimento por meio do procedimento de voto múltiplo, daqueles acionistas que se enquadram nas hipóteses do art. 141, §4º, incisos I e II, da Lei nº 6.404/76 – resta aceitar, sem demais alternativas, a consolidação do poder do controlador de forma ainda mais efetiva.²²

20 Paulo César Aragão compreende o conselheiro de administração como verdadeiro representante do acionista controlador, que, nesta condição, transmite e defende o interesse daquele o representa. (Cf. ARAGÃO, Paulo César. A disciplina do acordo de acionistas na reforma da Lei das Sociedades por Ações. *In*: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 376-378).

21 De forma direta ou indireta, os mandos e desmandos do controlador no âmbito do conselho de administração traz efeitos danosos aos demais órgãos sociais, na medida em que acaba por reduzir a diretoria às funções meramente operacionais. Essa ideia é compartilhada pelo Professor Arnoldo Wald para quem a diretoria, nessa situação, se transforma em “*longa manus* ou executor material das decisões específicas do colegiado” (Cf. WALD, Arnoldo. A evolução do regime legal do conselho de administração, os acordos de acionistas, e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflitos de interesses. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 11, 2001. p. 5).

22 SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade*. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 177.

Como se vê, a dinâmica de poder no âmbito das sociedades anônimas potencialmente interfere na autonomia dos administradores, sobretudo dos conselheiros de administração. Surge, então, um dilema: há como conciliar a vinculação dos conselheiros ao acordo de acionistas, que exprimem os interesses particulares do controlador, com o dever da administração em atuar exclusivamente em defesa do interesse social?

Torna-se imperioso, então, examinar a intrincada relação entre o interesse social e o cumprimento dos deveres fiduciários pelos administradores das sociedades anônimas.

2. De quem são os interesses a serem tutelados pelos membros do conselho de administração?

Nas linhas antecedentes, se teve a oportunidade de reiterar uma das máximas do direito societário segundo a qual os membros da administração devem sempre desempenhar suas funções de maneira tal a atender o interesse da companhia em detrimento de quaisquer conveniências particulares ou de terceiros. Trata-se de entendimento positivado no art. 153 da Lei nº 6.404/76, que exige do administrador o idêntico dever de cuidado e de diligência que um homem probo dedicaria a seus próprios negócios, e reforçado pelo art. 154 do mesmo diploma, que vincula o exercício da administração ao melhor interesse da companhia.

Mas o que seria esse “interesse social” a ser atendido pelos membros da administração? É bem verdade que se trata de um conceito jurídico aberto, não possuindo uma definição unívoca e impassível de críticas. Mas, longe de ser uma discussão meramente teórica, o questionamento se faz pertinente, pois, conforme será demonstrado mais adiante, a definição sobre o que é interesse social irradia consequências diretamente na discussão acerca dos limites da vinculação dos conselheiros de administração ao acordo de acionistas que regula o poder de controle.

Com efeito, o direito societário tem se dividido, em essência, entre duas correntes teóricas: o contratualismo e o institucionalismo, cujas ideias centrais serão objeto de nossa análise.

2.1. A teoria contratualista.

A concepção clássica da teoria contratualista, cujas raízes remontam ao direito italiano, preconiza que o interesse social corresponderia aos interesses dos próprios sócios, atuais e aqueles que posteriormente vierem a participar da sociedade, sem, contudo, considerar os fatores externos que circundam a companhia.²³ Nessa perspectiva, a sociedade é entendida como o resultado de uma relação meramente contratual estabelecida entre os acionistas.

Mas isso não significa dizer que, para a teoria contratualista, o interesse social se consubstancia no somatório dos interesses individuais de cada um dos acionistas, muito menos que este valor possa ser reduzido ao interesse de um único acionista, o controlador. Ao contrário disso, o interesse social se constitui na realização de um objetivo social, congregado pelo objeto social (atividade-meio) e pela finalidade lucrativa (atividade-fim).²⁴

Essa tradicional concepção, entretanto, não resistiu ao crescente entrelaçamento entre o direito societário e o mercado de capi-

23 Acerca do debate entre a teoria contratualista e a teoria institucionalista do interesse social, vale trazer ao conhecimento o raciocínio de Luiz Gastão Paes de Barros Leães, que diferencia o interesse social *stricto sensu* do interesse social *lato sensu*. Para o Professor, o primeiro consiste no interesse comum dos acionistas, enquanto sócios; já o segundo equivale ao interesse do bem público, isto é, do interesse da empresa, sendo esse cuja proteção e observância a lei procurou atribuir ao acionista controlador. Nesse sentido, (Cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de Interesses. In: *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1989, p. 9-27).

24 SILVA, Thiago José da. *Limites à vinculação de administradores a acordo de acionistas*. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 36.

tais²⁵ que se assistiu nos últimos anos, sendo reinterpretada sob a influência do direito norte-americano. A teoria contratualista do interesse social tem adquirido, assim, novos contornos com a ascensão da doutrina do *shareholder primacy*, que defende que a forma mais eficiente de atender ao interesse social – isto é, ao interesse dos acionistas – reside na maximização dos lucros da companhia.²⁶ É que uma companhia lucrativa estaria em melhores condições de contratar trabalhadores, negociar com credores e estabelecer relações com instituições financeiras, contribuindo, assim, para o desenvolvimento da comunidade em que atua.²⁷

Mas, seja na sua formulação originária, seja nas releituras contemporâneas, fato é que o contratualismo opera sob uma lógica endógena. Melhor explicando, a teoria contratualista reduz o interesse social à esfera de proteção exclusiva dos interesses patrimoniais de seus acionistas, com especial destaque à figura daqueles que exercem o poder de controle, considerando que foram os que mais contribuíram para a formação do capital social. Essa ideia, claro, projeta consequências para o campo do exercício da administração da sociedade, já que, como visto, são os administradores, enquanto representantes orgânicos da companhia, que executam a vontade social.

Então, sob o ângulo da teoria contratualista do interesse social, incumbiria àqueles que controlam a companhia a orientação dos membros da administração, especialmente os conselheiros, de tal maneira que estes realizem suas atribuições com o escopo de unicamente atender aos interesses daqueles que participam do capital social.

25 SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade*. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 46.

26 Cf. HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The End of History for Corporate Law. *Georgetown Law Journal*, n. 89, 2001.

27 Ressalte-se que a doutrina da supremacia dos interesses dos acionistas não é indene de críticas. É que a busca desmedida pela valorização das ações não raro resulta na prática de fraudes societárias, contábeis e de tantos outros atos ilícitos que acabam trazendo graves consequências econômicas à companhia.

2.2. A teoria institucionalista.

Por um outro lado, a teoria clássica do institucionalismo,²⁸ que emergiu no contexto da crise econômica vivenciada pela Alemanha no pós Primeira Guerra²⁹ e irradiou seus efeitos para além dos limites da Europa continental, se fundamenta na ideia de que as companhias se desenvolvem não somente para atender aos interesses daqueles que contribuem para o capital social, os acionistas, mas também para servir aos interesses *extramuros* da companhia.

O interesse da companhia é alcançado, então, não apenas quando a apuração de resultados financeiros (lucros), mas também quando se considera sua capacidade de fomentar empregos, de estimular cadeias produtivas e de contribuir para o desenvolvimento econômico da comunidade na qual está inserida.

Nessa ordem de ideias, a empresa seria uma organização que transcende a sociedade comercial³⁰ e a figura de seus acionistas, congregando uma multiplicidade de interesses daqueles agentes que contribuem para o seu funcionamento, sem desconsiderar que ela, de forma individual, seria titular de um interesse próprio, que é apartado

28 A teoria clássica do institucionalismo do interesse social se desdobra em quatro vertentes, a saber: (i) a “teoria da empresa em si” (*Unternehmen an sich*), gravada por uma forte influência publicista da sociedade; (ii) a “teoria da pessoa em si” (*Person an sich*), segundo a qual o interesse da companhia seria o da pessoa jurídica em si e não da empresa como um ente maior; (iii) a “teoria da empresa acionária” (*Recht der Aktienunternehmung*) para a qual a companhia não seria titular de interesses próprios, mas congregaria interesses dos seus acionistas, dos membros da administração, dos empregados e dos demais sujeitos que se relacionam com a companhia; e, por fim, (iv) a “teoria da instituição”, desenvolvida na Itália, que preconiza que o interesse social consiste em um interesse superior da companhia. (Cf. GATTAZ, Luciana de Godoy Penteadó. *A vinculação de membros do conselho de administração ao acordo de acionistas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 67-70).

29 Cf. RATHEUNAU, Walther. *Vom Aktienwesen: eine geschäftliche Betrachtung*. Berlin: S. Fischer Verlag, 1917.

30 MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa Contemporânea e Direito Societário – Poder de Controle e Grupos de Sociedades. Empresa contemporânea e direito societário – poder de controle e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002. p. 38.

dos acionistas. O institucionalismo se consolida, assim, como um paradigma que supera a lógica individualista e endógena do interesse social, alçando a companhia a uma posição de relevância no contexto macroeconômico e até mesmo social.³¹

Esse giro conceitual, como não poderia deixar de ser, também modifica a relação estabelecida entre a companhia e seu corpo de administração, de maneira tal que os administradores assumem um papel fundamental como agentes fiduciários da própria sociedade, e não de meros mandatários dos acionistas que os elegeram. Com efeito, diferentemente da corrente contratualista do interesse social – que reduz a função dos administradores à defesa estrita dos interesses dos controladores – o institucionalismo impõe-lhes o dever de zelar pelo interesse maior da companhia, considerando não apenas a geração de lucros, mas também seu papel no fomento ao emprego, no estímulo às cadeias produtivas e no desenvolvimento da comunidade.

2.3. O interesse social na Lei das Sociedades por Ações.

Embora vozes expoentes defendam que a Lei das S.A incorporou a teoria contratualista³², bem nos parece que uma análise sistemática das normas societárias brasileiras revela maior aderência ao modelo institucionalista do interesse social.

A adoção do institucionalismo na Lei das S.A decorre, no primeiro plano, de uma interpretação sistemática dos princípios norteadores da atividade econômica previstos no artigo 170 da Constituição

31 Erasmo Valladão Azevedo Novaes e França destaca que esse é o entendimento preconizado por E. Merrick Doss, professor da Harvard Law School, para o qual as grandes corporações se consubstanciam em instituições econômicas responsáveis por exercer um serviço social. (Cf. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas assembleias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993. p. 34).

32 Cf. LAMY REGO, Marcelo. *Direito das Companhias*, v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 403.

Federal. Nesse sentido, sendo a função social o valor, dentre outros, a ser observado pelos agentes econômicos, as companhias se qualificam como instituições dotadas de atribuições e responsabilidades internas e externas, que devem conciliar o interesse privado da atividade lucrativa com o interesse maior da coletividade.

A teoria institucionalista do interesse social encontra amparo na interpretação conjunta e sistemática dos artigos 115, 116, parágrafo único, e 154 da Lei nº 6.404/76. Nesses dispositivos, é notável que o legislador conferiu àqueles que integram os centros de poder da companhia, notadamente o controlador e os integrantes da administração, o dever de exercer suas funções de modo a alcançar, para além dos resultados financeiros positivos, os interesses daqueles que laboram na companhia e da comunidade em que atua, de modo a satisfazer as exigências do bem público e da função social da empresa, ideias estas que, vale dizer, muito se alinham às ideias preconizadas pelo institucionalismo.

Daí porque o interesse social não pode ser reduzido ao mero interesse comum dos sócios. A companhia implica, sim, em atender também ao interesse de uma coletividade, projetando sua atuação sobre os empregados, fornecedores, prestadores de serviços, enfim, a economia de uma forma geral.³³

Nesse contexto, mais do que somente atender aos interesses dos acionistas, e aqui com mais ênfase nos controladores, os órgãos da administração da companhia devem orientar-se por três eixos fundamentais: (i) a primazia do interesse social, ainda que naquelas situações colidentes com expectativas de controladores, conforme exige o art. 154 da LSA; (ii) a ponderação mais equilibrada possível entre *shareholders* e *stakeholders*; e (iii) a garantia de uma relativa autonomia no exercício de suas funções.

33 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 45.

3. Acordo de acionistas para o exercício do poder de controle.

Pelo que se procurou demonstrar até aqui, o exercício do poder de controle tensiona a estrutura orgânica das sociedades anônimas e, conseqüentemente, repercute diretamente na definição e aplicação prática do conceito de interesse social. Sendo o poder de controle um dos principais núcleos de tensão no âmbito do direito societário, se faz relevante analisar um dos principais instrumentos pelos quais o poder de controle se conforma e organiza: o acordo de acionistas.

É clássica a lição segundo a qual a sociedade anônima constitui o modelo jurídico voltado à grande empresa privada, que economicamente se viabiliza a partir da conciliação de interesses convergentes, porém distintos, daqueles agentes que pretendem realizar o empreendimento, participando ativamente da gestão, e daqueles que tão apenas desejam investir no negócio, para dele auferir os proventos, sem que isso importe se envolver na administração.³⁴

Naturalmente, verifica-se nas sociedades anônimas a congregação de uma série de pretensões e de interesses, que, não raro, são comuns a um determinado grupo de acionistas. E para regulamentar esses interesses – e especialmente para firmar e gerenciar as relações de poder na companhia – se tornou prática comum no âmbito das companhias,³⁵ embora alguns ordenamentos jurídicos à época os considerassem ilegais,³⁶ que grupos de acionistas ajustassem entre si

34 FILHO, Celso Barbi. Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina geral. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n. 121, 2001. p. 32.

35 Celso Barbi Filho, em trabalho seminal acerca do acordo de acionistas, anota que a história desse instituto de natureza parassocial é, em certa medida, recente, tendo a doutrina italiana registrado menções à existência dessa figura no final do século passado (Cf. *Ibidem*, p. 32).

36 Foi o que ocorreu, inicialmente, no direito italiano e no direito francês. No primeiro, o Código de Comércio italiano de 1882 entendia pela ilegalidade do acordo de voto entre acionistas e, no segundo, a um Decreto-lei de 1937 repudiava esse tipo de ajuste entre acionistas.

as formas pelas quais poderiam exercer os direitos políticos (acordo de voto) e patrimoniais (acordo de bloqueio) decorrentes de seu *status socii*.³⁷

Por meio desses ajustes, que, vale dizer, não se confundem com as regras do estatuto social,³⁸ os acionistas podem, então, se comprometer a votar de uma forma ou de outra em determinada matéria, bem como estabelecer entre si que não poderão alienar suas ações por um tempo definido ou a algum terceiro específico. Trata-se, portanto, o acordo de acionistas, de um instrumento jurídico revestido de natureza jurídica de contrato parassocial,³⁹ composto por declarações de vontade dos acionistas, que incidirão sobre seus direitos e deveres na forma preestabelecida.

Especificamente no contexto societário brasileiro, a Lei nº 6.404/76 cuidou de positivizar, de modo inaugural, essa figura em seu art. 118 com o propósito de aproximar a necessária regulação societária à realidade econômica brasileira,⁴⁰ da qual o acordo de acionistas era parte inegavelmente integrante.⁴¹ Décadas depois, a Lei nº

37 A esse respeito, Mariana Conti Craveiro desta que “diversamente dos estatutos, cuja função primordial é determinar a estrutura da companhia e as regras de sua vinculação perante terceiros (função organizativa, portanto), os contratos a que nos referimos [acordo de acionistas] têm por objetivo regular o exercício de direitos dos sócios, fundados em sua participação na sociedade” (Cf. CRAVEIRO, Mariana Conti. *Pactos parassociais patrimoniais: elementos para sua interpretação no direito societário brasileiro*. 2012. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012, p. 27).

38 É de Giorgio Oppo, notável jurista italiano, a ideia até hoje replicada em nosso sistema jurídico de que os acordos de acionistas seriam aqueles contratos distintos do ato constitutivo das sociedades anônimas, mas a ele estariam coligados (Cf. OPPO, Giorgio, *Contratti parassociali*. Milano: Vallardi, 1942).

39 FILHO, Celso Barbi. Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina geral. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n. 121, 2001. p. 35.

40 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 126.

41 Ao tratar sobre a evolução da disciplina do acordo de acionistas no direito brasileiro, Celso Barbi Filho anota que a despeito de o direito brasileiro não prever tal instrumento antes da Lei

10.303/2001 alterou significativamente o art. 118 da Lei das S.A., ampliando o escopo dos acordos de acionistas ao incluir expressamente a regulação do exercício do poder de controle no *caput* do dispositivo e, ainda, introduziu os §§ 8º e 9º, que conferiram maior coercibilidade aos pactos societários por meio da autotutela e estabeleceram de forma explícita a vinculação dos membros do conselho de administração às cláusulas acordadas entre os acionistas.⁴²

A lei acionária brasileira, como é perceptível, não deixa dúvidas quanto ao reconhecimento do sobrelevado nível de concentração de capital nas sociedades anônimas, de tal sorte que não parece demais dizer, sobretudo após a reforma introduzida pela Lei nº 10.303/2001, que o acionista controlador se qualifica como verdadeiro órgão inserto na estrutura organizativa da companhia.⁴³

Seguindo essa linha de raciocínio, o direito brasileiro positivou a premissa segundo a qual o acionista, ou o grupo deles, que detém o controle da companhia deve utilizar de seu poder-dever para orientar a atuação da administração, bem como o funcionamento dos órgãos da companhia. Esse poder-dever se viabiliza, no mais das vezes, pela celebração de acordo de acionistas, a cujos efeitos a lei societária vincula os membros do conselho de administração.

Vale destacar que, em ordenamentos jurídicos estrangeiros, o tema da vinculação da administração ao acordo de acionistas tem recebido entendimentos diversos. Em Portugal, por exemplo, o alcance

das S/A, “os empresários utilizavam-se intensamente dos acordos de acionistas na prática societária, inclusive no setor público, notadamente com as participações do então BNDE em companhias provadas na década de 60, além da formação das *joint ventures* com empresas estrangeiras.” (Cf. FILHO, Celso Barbi. Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina geral. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n. 121, 2001. p. 34).

42 GATTAZ, Luciana de Godoy Penteadó. *A vinculação de membros do conselho de administração ao acordo de acionistas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 41.

43 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

da eficácia do acordo de acionistas é bem mais restrito do que o modelo instituído no direito societário brasileiro, de modo que a legislação lusitana desautoriza que os pactos parassociais disponham sobre a conduta de terceiros, de modo que os membros da administração, se não portadores de ações da companhia, não se vinculam ao contrato entre sócios.⁴⁴ Situação similar ocorre na Itália em que não se verifica no corpo da lei disposição que autorize a sobreposição do acordo de acionistas do conselho de administração das sociedades.⁴⁵

É justamente dessa situação que aponta uma delicada controvérsia jurídica. Como visto nas linhas anteriores, o direito societário brasileiro não nega que os acordos de voto, especialmente àqueles que tem como objeto o controle da companhia, possam alterar a dinâmica de funcionamento dos órgãos sociais. No entanto, o delineamento acerca dos limites da extensão dos efeitos do acordo de controle, notadamente sobre o conselho de administração, ainda parece estar longe de ser um entendimento uníssono.

É dizer, poderia haver compatibilidade entre a vinculação dos membros da administração das sociedades anônimas, da forma prevista nos §§ 8º e 9º no art. 118 da Lei nº 6.404/76, e o cumprimento dos deveres fiduciários e das normas de governança corporativa prescritas nos arts. 139, 142 e 154 da Lei nº 6.404/76? E mais do que isso, até que ponto o acordo de voto e de controle poderia vincular a atuação dos membros da administração das sociedades anônimas?

44 Antonio Menezes Cordeiro explica, a propósito, que “a administração e a fiscalização ficam fora do universo aberto aos acordos parassociais. Quando muito, poderíamos admitir que o acordo visasse aspectos que, sendo da competência da assembleia geral, pudessem refletir-se na administração e fiscalização [...]. A razão dogmática do art. 17ª/2 parece clara [...] admitir-se acordos parassociais com incidências na administração e na fiscalização equivaleria a permitir, a altere, uma organização diferente da do pacto social. A tipicidade societária perderia sentido, uma vez que a verdadeira orgânica seria parassocial. (CORDEIRO, Antonio Menezes. *Manual de direito das sociedades*, v.1, n. 228, p. 655-656).

45 VERGUEIRO, Carlos Eduardo. *Acordo de Acionistas e a Governança das Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 168).

4. Os limites do efeitos do acordo de controle perante os membros da administração das sociedades anônimas.

Relativamente às questões acima suscitadas, uma revisão da doutrina societária demonstra que o direito societário brasileiro tem se dividido em três posições: a vinculação plena, a desvinculação e a vinculação limitada, cujas ideias centrais serão expostas nos tópicos a seguir.

4.1. A vinculação plena.

Os partidários da corrente da vinculação plena, que prestigia a posição do acionista controlador, sustentam inexistir qualquer incompatibilidade, tampouco limites, entre a subordinação dos conselheiros de administração aos termos estipulados no pacto parassocial celebrado pelos acionistas do bloco de controle e o dever legal dos administradores de exercer seu ofício de modo a atender o interesse da companhia.

A ideia que orienta essa corrente doutrinária parte, fundamentalmente, da premissa de que o grupo controlador tem a prerrogativa legal de indicar os membros do conselho de administração, na medida em que o poder de controle se faz presente enquanto os conselheiros votarem de maneira uniforme nas deliberações das matérias constantes na ordem do dia. Nesse sentido, não raro se vê acordos de voto que instituem a obrigação de substituir os membros do conselho que não seguem a orientação de voto emanada pelo grupo de controle.

Além disso, tem-se que os acionistas que contratualmente se articulam para exercer o poder de controle são legitimados para estabelecer as diretrizes a serem observadas pelos conselheiros de administração da companhia, considerando que foram eles quem, no mais das vezes, mais contribuíram para o capital social. Por via da consequência, seria o controlador quem assume o maior risco de perda do

investimento então realizado, de modo que a subordinação do corpo administrativo da companhia aos termos do acordo de controle traria mais segurança jurídica às transações.⁴⁶ Daí o porquê de José Luiz Bulhões Pedreira assinalar que a posição de que os conselheiros de administração são completamente autônomos no exercício de suas atribuições legais decorre de uma leitura isolada de dispositivo da lei e da desconsideração da estrutura hierárquica dos órgãos sociais.⁴⁷

Nessa lógica, os conselheiros de administração seriam verdadeiros delegatários dos acionistas signatários do acordo de controle, que, ao serem eleitos para ocupar tal cargo, deveriam estar cientes acerca do comportamento que devem adotar, assim como das restrições a que estão sujeitos.

É de se presumir, então, que o poder de controle sobre o conselho de administração será exercido de modo a atender o interesse da companhia,⁴⁸ pois seria contrassenso se a atuação do administrador, que, via de regra, não responde pelas obrigações sociais e pelos prejuízos eventualmente decorrentes de seus atos regulares, pudesse ocorrer de forma apartada dos interesses dos proprietários do capital social.⁴⁹

46 SADDI, Jairo. Vinculação do Voto dos Administradores Indicados pelo Acordo de Voto. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). *Temas Essenciais de Direito Empresarial*: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 658.

47 BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Acordo de acionistas sobre controle de grupo de sociedades: validade da estipulação de que os membros do conselho de administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 15, ano 5, p. 226-248, 2002.

48 MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Estrutura de Governo dos Grupos Societários de Fato na Lei Brasileira: acionista controlador, administradores e interesse de grupo*. In: CASTRO, Rodrigo R Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coord.). *Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 284.

49 SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. Conselho de Administração e Diretoria. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 1992. p. 1.118-1.121.

Nota-se, assim, que a corrente da vinculação absoluta estabelece uma forte relação de proximidade com a teoria contratualista do interesse social. Ambas compartilham a premissa de que a companhia se desenvolve, prioritariamente, para atender aos interesses patrimoniais dos acionistas, orientação esta que deve prevalecer nas deliberações sociais.

Nessa ordem de ideias, os administradores eleitos pelo controlador teriam a obrigação de votar em bloco conforme a orientação destes quando das deliberações perante o conselho de administração. Isso porque não haveria qualquer incoerência interna na Lei nº 6.404/76 ao prever a independência dos órgãos administrativos no art. 139 e, ao mesmo tempo, consentir, no art. 116, que o acionista controlador oriente a atuação dos membros da administração, tendo em vista que estes teriam o dever de seguir a diretrizes estipuladas pelo grupo de controle.

4.2. A não vinculação.

Em outro giro, há vozes na doutrina que entendem que os pactos parassociais de controle não podem, de forma alguma, vincular a atuação dos administradores. Essa linha teórica, embora constitua parte minoritária na doutrina, é orientada pelas normas de governança corporativa, bem como encontra parte de uma interpretação sistemática da Lei nº 6.404/76.

O ponto focal dessa corrente reside na defesa da independência dos administradores quando do exercício de suas funções, considerada elemento fundamental para efetivação das políticas de governança corporativa. Sob essa ótica, a vinculação dos conselheiros de administração às diretrizes preestabelecidas pelos controlares em seus acordos parassociais parece ser incompatível com a natureza institucional da sociedade anônima, pois, se assim fosse, transformar-se-iam os órgãos de administração em meros instrumentos de execução das vontades acionárias particulares, em detrimento do interesse social objetivamente considerado.

Rodrigo Ferraz Pimenta da Cunha, nesse sentido, defende que a introdução dos parágrafos 8º e 9º do artigo 118 da Lei das Sociedades por Ações, na medida em que estabeleceu a possibilidade de vinculação dos conselheiros de administração a acordos de acionistas, instituiu um verdadeiro conflito direto com o regra da independência dos administradores.⁵⁰ Assim, quando o acordo de controle busca substituir a independência outorgada por lei aos conselheiros de administração, configura-se potencial objeto ilícito, pois descumpra as normas principiológicas que disciplinam a atuação dos administradores. É dizer, a autonomia que se espera dos membros do conselho não pode ser reduzida à mera formalidade, mas representar uma garantia institucional que assegura a avaliação imparcial dos interesses da companhia, de modo a se distanciar de influências particulares de grupos controladores.⁵¹

Também adepto a esse vertente doutrinária, Paulo Fernando Campos Salles de Toledo destaca que os conselheiros não mantêm relação de subordinação jurídica com outros órgãos sociais, posição que reflete o disposto no artigo 154, §1º da Lei nº 6.404/76, que estabelece a independência funcional dos membros da administração⁵². Com efeito, qualquer tentativa de vincular os conselheiros de administração às diretrizes estipuladas pelo acordo de acionistas representaria uma afronta à estrutura orgânica da sociedade anônima, que prevê competências específicas e autônomas para cada órgão social.

50 CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. *Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas*: Hierarquia e Conflitos. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 318-319.

51 Nessa mesma linha de raciocínio, Eduardo Secchi Munhoz destaca que o conselho de administração passa a ser uma *longa manus* dos acionistas, com uma função quase formalística dentro da companhia. (Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: ARAGÃO, L. S. de, e CASTRO, R. R. M. de (coords.). *Direito Societário – Desafios Atuais*. São Paulo, Quartier Latin, 2009, p. 126

52 TOLEDO, Paulo Fernando C. Salles de. *O conselho de administração na sociedade anônima*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999. p. 45.

Ademais, a subordinação pretendida pela corrente da “vinculação absoluta” conflitaria com a vedação à delegabilidade das atribuições, prevista no art. 139 das Lei das S/A, pois permitiria que acionistas controladores assumissem decisões de competência exclusiva do conselho de administração.

Seguindo essa linha de ideias, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) divulgou ao mercado a “Carta Diretriz 1 - Independência dos Conselheiros de Administração: Melhores Práticas e o Artigo 118 da Lei das Sociedades Anônimas”⁵³ em que discute os efeitos dos §§8º e 9º do art. 118 da Lei das Sociedades por Ações no âmbito da governança corporativa. Para o IBGC, os referidos dispositivos enfraquecem, na prática, as noções de autonomia entre os órgãos sociais da companhia e de independência que se espera dos membros da administração.

Desse modo, a compreensão do instituto é de que o conselheiro deve interpretar a orientação de voto recebida pelo acionista controlador como se uma recomendação de conduta fosse – e não uma imposição – que poderá ser acolhida caso o administrador com ela consinta.

4.3. A vinculação mitigada.

Da intrincada oposição entre teses antagônicas, emergiu uma terceira via na doutrina, hoje majoritária no direito societário brasileiro, que, a despeito de reconhecer a validade da vinculação dos conselheiros às deliberações prévias do grupo de controle, impõe certos limites à subordinação, excetuando hipóteses em que a orientação dos controladores conflita com os deveres fiduciários legalmente atribuídos à administração ou com os interesses da companhia.

53 Cf. IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Carta Diretriz nº 1. Independência dos Conselheiros de Administração – Melhores Práticas e o Artigo 118 da Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: IBGC, 2008.

Essa corrente parte da premissa de que a legitimidade do acionista controlador na arquitetura societária é indubitosa, mas, como quem dispõe do poder tende a dele abusar,⁵⁴ os conselheiros de administração não podem se vincular absoluta e automaticamente às determinações do bloco de controle. O núcleo argumentativo dessa corrente reside também na crítica às cláusulas genéricas e indeterminadas comumente previstas nos acordos de acionistas que, ao estabelecerem obrigações demasiadamente amplas, tendem a transformar o conselho de administração em instrumento passivo dos interesses do controlador. Qualquer submissão irrestrita, para além de violar a autonomia funcional legalmente prevista para o órgão, tende a deturpar a natureza deliberativa do conselho de administração, reduzindo-o a mero executor dos interesses particulares.

Daí o porquê de se excetuar determinadas hipóteses da vinculação prevista pelos §§ 8º e 9º do artigo 118 da Lei das SA. Mas quais seriam essas hipóteses?

Uma revisão bibliográfica acerca do tema demonstra que os partidários da corrente da vinculação limitada elencam quatro hipóteses em que os conselheiros de administração estão dispensados de seguir a orientação de voto previamente estabelecida pelos controladores.

A primeira diz respeito àquelas situações em que o conselheiro identifica que a orientação de voto recebida do controlador resultará em infração à lei ou ao estatuto social. Nesse casos, nos parece que a administração tem o dever, e não apenas mera faculdade, de fazer não cumprir a diretriz do acionista que o elegeu, pois, ainda que se reconheça a possibilidade de vinculação, o conselheiro não deixa de dispor de sua prerrogativa de agir conforme suas convicções, ainda que em prejuízo dos interesses dos acionistas que o elegeram, nos termos do artigo 154, § 1º, da Lei do Anonimato, o que se faz com

54 SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade*. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 79.

amparo no seu dever de independência.⁵⁵ Deve, então, o conselheiro registrar em ata sua divergência para com a orientação recebida com o intuito de afastar a possibilidade de que seja pessoalmente responsabilizado pelos atos que vierem ser perpetrados.

Dessa hipótese, deriva uma outra circunstância analisada pela doutrina que autoriza o conselheiro a não se vincular à orientação de voto do controlador, qual seja: nos casos em que o acordo de acionistas trate de matéria de competência privativa do conselho de administração.

Essa situação, importa dizer, decorre de uma interpretação conjugada dos deveres de dependência e da observância do interesse social, de modo que o conselheiro tomar o quanto disposto no acordo de acionistas como uma recomendação, sem se vincular automaticamente, de tal modo que os acordos de controle devem sempre observar o sistema de competências estipulado pela Lei nº 6.404/76, sob pena de se infringir o princípio da indelegabilidade das atribuições, previsto no artigo 139 da mesma lei.⁵⁶

Uma outra hipótese trazida pela doutrina alude à situação em que a orientação do controlador não é conciliável com o interesse da companhia. Como visto anteriormente, o interesse social deve ser o princípio norteador da atuação dos órgãos sociais, especialmente da administração. Assim, quando o conselheiro verificar que a orienta-

55 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 586.

56 Nesse sentido, (i) Celso Barbi Filho destaca que “são ilícitos os ajustes entre acionistas e administradores que não sejam acionistas nos quais se pactuem regras sobre questões de interesse da administração” (Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade*. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 39); (ii) Sheila Christina Neder Cerezetti anota que “os acordos de acionistas não devem versar sobre assuntos que escapam à esfera das competências dos próprios participantes do capital e abrangem as funções dos administrações” (Cf. CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *Administradores independentes e independência dos administradores: regras societárias fundamentais ao estímulo do mercado de capitais brasileiro*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.) *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneo*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 591).

ção de voto emanada pelo controlador contrasta com o interesse da companhia — aqui entendido como um conceito amplo que transcende os interesses individuais patrimonialistas dos acionistas, incluindo os do grupo de controle — há que se prevalecer o dever legal de priorizar o interesse social, conforme previsto no art. 154 da Lei nº 6.404/76.

Por fim, a quarta hipótese de reserva à vinculação refere àquelas situações em que os conselheiros de administração não figuram como agentes pactuantes do acordo celebrado entre os acionistas controladores.

Do ponto de vista dogmático, os acordos de acionistas, muito embora positivados na lei societária, são essencialmente instrumentos revestidos de natureza contratual, não escapando, portanto, da disciplina do direito civil.⁵⁷ Seguindo essa lógica, o princípio da relatividade dos contratos, segundo o qual considera *res inter alios* o negócio jurídico contratual,⁵⁸ opera um óbice à pretensão de estender aos conselheiros não signatários os efeitos dos acordos de acionistas da forma previstas nos §§ 8º e 9º do art. 118 da Lei nº 6.404/76.⁵⁹

Nessa linha de ideias, nos parece que a vinculação relativa é a linha de pensamento que melhor se adequa ao direito societário brasileiro, na medida em que se propõe a assegurar que os conselheiros mantenham seu dever de independência para avaliar as diretrizes emanadas do controlador, ponderando-as com os diversos interesses em jogo, permitindo que estes rejeitem as ordens que entendem ser conflitantes com a lei, o estatuto social ou com o interesse da compa-

57 FILHO, Celso Barbi. Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina geral. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n. 121, 2001. p. 35.

58 NEVES, José Roberto de Castro. *Teoria geral dos contratos*. 1 ed. Rio de Janeiro: GZ, 2021, p. 49.

59 Cf. SACRAMONE, Marcelo Barbosa. Exercício do Poder de Administração na Sociedade Anônima. 2007. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. p. 151.

nhia, de modo a evitar que as manifestações de vontade da companhia sejam tomadas com base em critérios exclusivamente patrimonialistas.

Por fim, a vinculação relativa representa um avanço na evolução do direito societário brasileiro, se apresentando como um ponto de equilíbrio entre os poderes do controlador com os deveres fiduciários dos administradores. Ao rejeitar os extremos da vinculação plena e da desvinculação total, essa corrente oferece uma solução pragmática, viável e capaz de se adaptar às complexidades constantemente vivenciadas pelas companhias.

Conclusão.

A controvérsia acerca dos limites da vinculação dos membros do conselho de administração aos acordos de acionistas revela uma complexa tensão entre a autonomia funcional dos administradores e os interesses dos controladores, exprimindo um dos dilemas do direito societário contemporâneo. Essa discussão ganhou contornos mais nítidos no ano de 2001, após a introdução dos §§ 8º e 9º no art. 118 da Lei nº 6.404/76, que possibilitaram a vinculação dos conselheiros de administração aos acordos de acionistas do grupo de controle. Porém a nova regulamentação deixou uma relevante questão em aberto ao qual o presente trabalho se destinou a responder: quais seriam os limites dessa subordinação?

Para melhor compreender essa problemática, este trabalho se propôs a voltar às bases do direito societário, analisando a estrutura de poder nas sociedades anônimas à luz da teoria organicista. Esta teoria, concebe os órgãos sociais como centros de poder funcional por meio dos quais a companhia manifesta sua vontade. Nessa arquitetura institucional, o conselho de administração ocupa uma posição estratégica, sobretudo para execução das políticas de governança corporativa, posicionando-se como um intermediário entre acionistas e diretoria. Contudo, na prática, essa estrutura frequentemente se vê

distorcida pelo poder dos controladores, que utilizam sua influência para indicar conselheiros alinhados com seus interesses, criando assim uma tensão entre os deveres fiduciários dos administradores e as expectativas dos controladores.

O cerne dessa tensão reside justamente na definição do interesse social que deve nortear a atuação dos órgãos sociais, inclusive dos conselheiros de administração. Nesse sentido, enquanto a perspectiva contratualista, mais restrita, identifica o interesse social com o interesse comum dos acionistas, particularmente dos controladores, a visão institucionalista amplia esse conceito para incluir outros *stakeholders*. No contexto brasileiro, se mostrou que a teoria do institucionalismo mostra-se mais adequada por se alinhar não apenas os princípios constitucionais que necessariamente orientam a atividade econômica, como também melhor se alinha aos deveres fiduciários estabelecidos na Lei das S.A., que exigem dos administradores uma atuação voltada para o interesse amplo da companhia.

Nesse cenário, os acordos de acionistas — especialmente aqueles cuja finalidade é regular o exercício do poder de controle — assumem papel central. A reforma de 2001, ao ampliar o escopo desses acordos e permitir expressamente a vinculação dos conselheiros, trouxe maior segurança jurídica, mas simultaneamente acirrou o debate sobre os limites dessa vinculação. A questão fundamental que se coloca, então, é como conciliar esses pactos parassociais, que refletem interesses particulares dos controladores, com os princípios de governança corporativa e com a independência funcional que deve caracterizar a atuação dos administradores.

Uma revisão bibliográfica demonstra que os societaristas têm buscado responder a esse conflito por meio de três correntes principais. A primeira, da vinculação total, defende uma subordinação plena dos conselheiros aos acordos, sob o fundamento de que os controladores, como principais participantes do capital social, teriam legitimidade para direcionar a administração. Em posição diametralmente oposta, a corrente da não vinculação sustenta que qualquer

subordinação do conselho comprometeria a autonomia dos administradores e, com efeito, violaria seus deveres fiduciários.

Mas à medida que o mercado de capitais se desenvolve e as estruturas societárias se tornam mais complexas, a busca por um equilíbrio entre os legítimos interesses dos controladores, a proteção dos minoritários e a função social da empresa permanece como um dos grandes desafios do direito societário contemporâneo. Surgiu daí uma posição intermediária: a corrente da vinculação limitada.

Essa corrente, pelo que este trabalho procurou demonstrar, se revela particularmente adequada ao direito societário, na medida em que, por meio dela, se faz possível harmonizar a necessária estabilidade nas relações de controle da companhia com a autonomia do corpo da administração, ou de outro modo, sem que os conselheiros de administração se transformem em meros instrumentos dos controladores.

A DISCIPLINA DO PASSIVO OCULTO NAS OPERAÇÕES DE M&A NO DIREITO BRASILEIRO¹

THE DISCIPLINE OF HIDDEN PASSIVES IN M&A TRANSACTIONS IN BRAZILIAN LAW

*Daniel Franceschi Monteiro**

Resumo: Este artigo tem como objetivo analisar o tratamento dado sobre os passivos ocultos nos contratos de alienação de participações societárias no direito brasileiro. O interesse é justificado pelo aumento considerável das operações de aquisição societária no ordenamento jurídico pátrio, o que leva à necessidade de estudo e tratamento adequados para esse tipo de situação contratual, que não tem sido especificamente aprofundada na doutrina jurídica até o momento. Para tanto, o estudo partirá da definição de passivo oculto, valendo-se da jurisprudência, doutrina e de elementos das ciências contábeis. Após, serão analisados os desdobramentos decorrentes do descobrimento desses passivos, valendo-se de três hipóteses para alcançar a disciplina jurídica: a possibilidade de anulação por conta de omissão dolosa da informação, a reparação pela responsabilidade pré-contratual por violação de deveres de informação e a aplicação do regime dos vícios redibitórios.

Palavras-chave: Passivo Oculto. Omissão Dolosa de Informação; Responsabilidade Pré-Contratual. Vícios Redibitórios. Limitação De Responsabilidade.

Abstract: This article aims to analyze the treatment given to hidden passives in share purchase agreements in Brazilian Law. The interest is justified by the considerable increase in corporate acquisi-

1 Artigo recebido: 19/03/2025 e aceito em: 12.12.2025.

* Advogado em Porto Alegre/RS, formado com Lâurea Acadêmica pela Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) em 2024.

tion operations in the brazilian legal system, which leads to the need for adequate study and treatment of this type of contractual situation, which has not been specifically deepened in legal doctrine so far. Therefore, the study will start from the definition of hidden passive, using jurisprudence, doctrine and elements of accounting sciences. Afterwards, the developments arising from the discovery of these liabilities will be analyzed, using three hypotheses to support legal discipline: the possibility of annulment due to intentional omission of information, compensation for pre-contractual liability for breach of information duties and the application of the regime of redibitory defects.

Keywords: Hidden Passive. Willful Omission Of Information. Pre-Contractual Liability. Redibitory Addictions. Limitation Of Liability.

Sumário: Introdução. 1. A caracterização do passivo oculto no direito brasileiro. 2. Da possibilidade de anulação do negócio jurídico e responsabilidade de indenizar pela omissão dolosa de passivo oculto. 3. Da indenização pela responsabilidade pré-contractual por passivo oculto não informado. 4. Da aplicação dos vícios redibitórios nos contratos de M&A. Conclusão.

Introdução.

A ampliação do mercado de compra e venda de participações societárias no Brasil, apesar das diversas crises econômicas que o país enfrenta sazonalmente, é uma realidade. Em razão disso, a expressão anglo-saxônica *Mergers & Acquisitions*, ou sua sigla *M&A*, que, em livre tradução quer dizer “Fusões e Aquisições/F&A”, difundiu-se cada vez mais nos vocabulários jurídicos e comerciais brasileiros.

A concretização da operação depende do alinhamento de diversos pontos até a formalização por meio do contrato de compra e

venda. Dentre esses aspectos, por estar diretamente ligado com o objetivo deste artigo, destaca-se a *due diligence* (ou, em tradução livre, diligência prévia), que visa identificar eventuais riscos e passivos para que então o preço seja definido, consiste em uma das primeiras fases da negociação.

Contudo, eventuais passivos inesperados podem emergir da sociedade cujas participações foram adquiridas sem que as partes tenham previsto no contrato (por mera imperícia, má-fé velada ou mesmo desconfiança em fornecer dados confidenciais²) de forma parcial (exemplo: erro na valoração desta consequência) ou total (exemplo: desconsideração plena da existência do problema) suas consequências. Uma destas ocorrências decorrentes desse tipo contratual pode ser o descobrimento de um passivo oculto que não estava contabilizado nos números/dados analisados previamente à compra e que não foi considerado no *valuation*³ das quotas/ações no momento da negociação, ou que estava previsto, mas de forma equivocada, incompleta ou imprecisa, não sendo os passivos conhecidos objeto de estudo neste trabalho.

Este é o problema de pesquisa que move este artigo, qual seja: como o direito brasileiro, na doutrina e jurisprudência, define, disciplina e responsabiliza as partes nos casos de passivos ocultos em

2 Mas o contexto que usualmente provoca restrições na troca de informações: pode haver eventos que não eram conhecidos ou claros ao longo da negociação, ou que não poderiam ser razoavelmente negociados em razão do tempo disponível, dos recursos que se quer destinar a essa finalidade ou da própria limitação cognitiva. Além disso, ao longo da *due diligence* ou da negociação, não há certeza do fechamento da operação, o que pode fazer com o que o vendedor ou a *target* se preocupem em divulgar informações confidenciais ou segredos importantes, seja em relação aos clientes ou ao plano de desenvolvimento, que pode, no limite, colocar em risco a sobrevivência do negócio. BRAGA, Danilo Martins. MENDES, Maiara Madureira. Due diligence em contratos de m&a: transparência, sigilo e tratamento de dados. In: GUERREIRO, Luis Fernando. *M&A e reestruturação de empresas: estudos do comitê de M&A e reestruturação de empresas da CAMARB*. São Paulo: Quartier Latin, 2023. p. 19-50. p. 22.

3 "[...] técnicas de precificação/apreçamento (ou, em inglês, valuation) que captem e quantifiquem adequadamente e da maneira mais objetiva possível o valor [...]" MATTOS, Eduardo; PROENÇA, José. *Recuperação de empresas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2023.

contratos de alienação de participações societárias? O objetivo do artigo é apresentar as normas jurídicas que disciplinam esses passivos e os possíveis fundamentos jurídicos para a responsabilização da parte vendedora de participações societárias pelos passivos ocultos da sociedade nos contratos de alienação. A justificativa pela escolha do tema se deve pelo crescimento desse tipo de operação no ordenamento pátrio. *Ipsa facto*, problemas relacionados a essa têm sido objeto de estudo doutrinário e imbróglis jurídicos julgados pelo Poder Judiciário e câmaras arbitrais, merecendo estudo aprofundado. Utilizar-se-á, metodologicamente, da doutrina, de elementos constitutivos da legislação regente desses contratos e da jurisprudência a respeito do tema.

Inicialmente, será trazida uma definição de passivo oculto, baseada em regras jurídicas, princípios de Direito Societário e, complementarmente, normas contábeis, para investigar quais os casos que podem caracterizar o objeto do trabalho e suas origens. Com esses conceitos elucidados, o trabalho irá analisar três hipóteses que fundamentam a responsabilização por passivos ocultos e as diferenças de tratamento propostas por esses distintos regimes, quais sejam: a possibilidade de anulação do negócio jurídico e reparação por perdas e danos pela omissão dolosa de informações, a indenização em razão do surgimento deste tipo de passivo com base na responsabilidade pré-contratual por violação dos deveres de informação e a aplicação dos vícios redibitórios no caso de surgimento desses passivos em operações de alienação das participações societárias. No decorrer de todos os capítulos, serão tratados casos práticos atinentes aos tópicos específicos, visando uma análise jurisprudencial acerca do tema, visando entender o posicionamento de tribunais estaduais/regionais e superiores a respeito do tema.

1. A caracterização do passivo oculto no direito brasileiro.

O primeiro dos desafios é chegar a uma definição consistente sobre o que é um passivo oculto. Isso porque este tipo de passivo,

como será explicitado na sequência, tem um natural problema conceitual em virtude da sua natureza legal/contábil extremamente volátil. Isso se deve, em parte, ao fato de que a cada dia surgem novos passivos que nem sempre são conhecidos, aumentando o número de hipóteses de ocorrência em diversos setores/centros de custo, gerando consequências distintas para a operação e suas respectivas contas.

A bibliografia jurídica sobre o conceito é escassa, ainda que algumas obras tratem sobre hipóteses para responsabilidade por passivos ocultos. Dentre os autores que abordaram o tema, Gonçalves Neto⁴ merece destaque, pois leciona que por passivo oculto deve-se entender como aquele cujos dados da escrituração não o revelam ou não explicitam, independentemente dos motivos que possam existir ou que tenham levado a essa omissão.⁵

Além da doutrina, a jurisprudência, ainda que em casos pontuais que versam sobre o tema, tem firmado entendimento nessa toada. Por exemplo, o Tribunal de Justiça de Minas Gerais já elucidou a definição de passivo oculto em dois precedentes da 14ª Câmara Cível ainda no início dos anos 2000.

Na Apelação Cível nº 2.0000.00.502820-0/000, que versava sobre a reparação por danos em contrato de cessão de quotas sociais, no voto proferido pelo relator, Des. André Vilas Boas, atrelou-se a ideia de passivo oculto com omissão deliberada. Na decisão, ficou claro para o colegiado que tal premissa apenas poderia ser acolhida se os vendedores, in casu, tivessem se valido de algum expediente para ocultar a dívida discutida na ação, conduta que não poderia ser cogitada no contrato discutido.⁶ Já na Apelação Cível nº

4 GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. Direito de empresa: comentários aos artigos 966 a 1.195 do código civil. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018.

5 O autor exemplifica como tipos de passivos ocultos aqueles débitos oriundos de rescisões de contratos de trabalho, de condenação judicial por indenizações, de multas pelo descumprimento de obrigações fiscais ou administrativas etc.

6 MINAS GERAIS. Tribunal de Justiça (Décima Quarta Câmara Cível). AC: 2.0000.00.502820-

10024069992949001, na qual se discutia um acordo de alienação de quotas de uma sociedade e um eventual rateio por passivo oculto, o relator, Des. Dídimo Inocêncio de Paula, interpretou que o passivo oculto consistiria nas despesas e obrigações da sociedade que não são efetivamente lançadas em seus registros, visto que, apesar de existentes, são desconhecidas. A decisão, ainda, definiu que, estando estabelecido no acordo de alienação de quotas que seria objeto de rateio entre as partes eventuais valores referentes à passivo oculto, e não sendo a quantia referente a valores a título de IPTU cujo pagamento não foi efetivado voluntariamente, a sua cobrança seria ilegítima.⁷

Além da análise da bibliografia jurídica e jurisprudência a respeito do tema, é necessário um breve olhar sobre como as normas contábeis interpretam e definem os passivos ocultos. Diferentes autores da área trataram direta ou indiretamente sobre o tema, desde o conceito básico de "Passivo" ou "exigibilidade"⁸⁻⁹⁻¹⁰ em termos contábeis, até

0/000. Relator: Desembargador Alberto Vilas Boas. Belo Horizonte, *Diário de Justiça* Eletrônico, 19 out. 2005.

7 MINAS GERAIS. Tribunal de Justiça (Décima Quarta Câmara Cível). AC: 10024069992949001. Relator: Dídimo Inocêncio de Paula. Belo Horizonte, *Diário de Justiça*, 21 mai. 2007.

8 "Passivo", segundo Hendriksen e Breda, como a obrigação ou compromisso de uma sociedade para entregar dinheiro, bens ou serviços a uma pessoa física/jurídica ou organização externa em alguma data futura. HENDRIKSEN, Eldon S. *Teoria da contabilidade*. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2018. p. 287.

9 Iudícibus, Marion e Faria lecionam que passivo (ou exigibilidade) é a obrigação no momento da avaliação, isto é, o dever ou a responsabilidade de agir ou de cumprir de certa forma. Essas obrigações podem ser fruto de tanto de determinações contratuais quanto legais, dependendo da natureza das mesmas. IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Introdução à teoria da contabilidade: para graduação*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2018. p. 145.

10 O Comitê de Pronunciamentos Contábeis, criado pelo Conselho Federal de Contabilidade, no seu Pronunciamento Técnico nº 25, definiu passivo como uma obrigação presente da empresa, resultado de eventos passados, cuja liquidação resulte na saída de recursos da entidade capazes de gerar benefícios econômicos. COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. CPC 25: provisões, passivos contingentes e ativos contingentes. Brasília, DF: CPC, 2009. Disponível em: <https://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=56>. Acesso em: 05 jan. 2024.

chegar-se ao posicionamento da doutrina especializada de passivo oculto, com destaque para as contribuições de Anísio Cândido Pereira, ao propor que seria uma exigibilidade cuja ciência de sua existência permanece encoberta ao usuário externo dos demonstrativos contábeis e, em alguns casos, até dos próprios vendedores das participações societárias. Vale ressaltar que a sua existência está sempre ligada a uma contingência passiva que não foi reconhecida como tal.¹¹

Isso posto, pode-se definir o passivo oculto como toda obrigação contraída pelo negócio adquirido antes da formalização do contrato, fruto de práticas operacionais e/ou comerciais da sociedade não previstos nos livros contábeis da mesma, ou apontados nestes, mas de forma incongruente com a real situação econômico-financeira-contábil. Esse tipo de passivo não está vinculado à contração de obrigações de práticas corriqueiras (como é o caso da aquisição de bens ou contratação de serviços, por exemplo), mas sim a atos ou fatos que, por conta da sua abstração do ponto de vista prático, contábil e (até mesmo) legal, dificultam a mensuração e, consequentemente, o reconhecimento deste como uma obrigação da sociedade cujas participações foram adquiridas, mas que irão gerar efeitos sobre essa e os proprietários em algum momento futuro.

O passivo oculto pode se manifestar, como dito, em diversos setores da empresa. Desde uma reclamatória trabalhista cujo risco apresentado pelo vendedor durante a *due diligence* diverge da real condenação fixada na sentença do processo, até um passivo tributário cujo auto de infração foi lavrado apenas após o fechamento do negócio em razão de práticas fiscais definidas pelos proprietários anteriores. Ainda, uma eventual condenação contra a sociedade em razão da fabricação de um determinado produto com defeito por decisão dos sócios/acionistas, contrariando as normas regulamentadoras de produção e o Código de Defesa do Consumidor.¹²

11 PEREIRA, Anísio Cândido *et al.* A relevância do passivo oculto no “disclosure” da informação contábil. *Revista Álvares Penteado*, [s. l.], v. 3, n. 6, p. 107-118, jun. 2000. p. 4.

12 Érico Luiz Canarim, ainda nesse sentido classificatório, expõe que o comprador pode se deparar com passivos ocultos provenientes de procedimentos fiscais equivocados, dívidas tra-

Por consequência destas dificuldades conceituais/práticas, esse passivo acaba não sendo contabilizado ou mencionado de forma correta nos respectivos livros contábeis da sociedade cujas participações societárias constituem o objeto do contrato de alienação. Estes são documentos essenciais para a constatação da real situação das finanças da sociedade e a respectiva avaliação em termos de valor da mesma quando da fase preliminar de avaliação do negócio. A supressão dessas informações faz com que as partes continuem com a negociação e, posteriormente, pactuem os termos da operação de aquisição sem que tenham plena ciência do que de fato a sociedade tem como passivos, não sendo esses eventos considerados quando da precificação do valor econômico das respectivas quotas/ações adquiridas.

Vale dizer que a incidência de passivo oculto está ligada ao fato de o comprador não saber da existência do passivo. Todavia, uma das exigências para que determinado passivo seja considerado oculto é a de que o mesmo não seja facilmente detectável, conforme exposto nos capítulos subsequentes.¹³

A ciência do vendedor não é relevante para a sua responsabilidade propriamente dita, mas pode afetar alguns aspectos dessa, como no caso da reparação por perdas e danos por vícios redibitórios, por exemplo. À vista disso, o conflito está muito mais ligado a

balhistas causadas por eventuais inadimplementos da sociedade e/ou de eventuais prestadores de serviços terceirizados ou acidentes de trabalho (ficando o quantum adstrito aos prazos prescricionais e ao comando judicial), indenizações de ações judiciais cíveis em trâmite (como é o caso de ações propostas perante os Juizados Especiais Cíveis, as Varas Cíveis, etc) ou de obrigações contratuais decorrentes do inadimplemento. CANARIM, Érico Luiz *et al.* *Guia para a compra e venda de empresas: avaliação e negociação, due diligence, aspectos jurídicos e societários e governança corporativa nas empresas negociadas*. 1. ed. Rio de Janeiro : LTC, 2014. p. 77.

13 A legislação pátria exige, indiretamente, a diligência média por se tratar de contrato sofisticado que envolve, geralmente, agentes experientes na prática desse tipo de transação. Logo, a mera alegação de desconhecimento sobre o passivo dito oculto não é suficiente para responsabilização da parte vendedora, uma vez que o ordenamento jurídico não protege os contratantes negligentes, salvo se induzido em erro como é o caso do dolo.

um aspecto deontológico do que objetivo propriamente dito. Vale ressaltar, sob a perspectiva do alienante, que certos passivos ocultos podiam ser desconhecidos pelo próprio vendedor.¹⁴

De qualquer sorte, caso esse passivo venha a emergir e, conseqüentemente, gerar efeitos sobre a sociedade cujas quotas/ações foram alienadas (e sobre seus novos integrantes), isso pode gerar prejuízos e eventuais danos à parte adquirente. Isso porque, caso o passivo se perfectibilize e acarrete a saída de recursos, os objetivos que eram almeçados pelos compradores podem ser postergados ou, ainda, inviabilizados, dependendo do montante equivalente a esse passivo oculto, gerando prejuízos à sociedade e aos sócios adquirentes.

O fato é que o negócio irá destoar dos termos, das garantias e provisões firmadas originalmente. Isso porque, dependendo da mensuração do passivo, o valor de mercado das participações pode ser reduzido em razão de um dano imaterial como no caso de má reputação perante os consumidores da marca ou produto que gera queda nas vendas, ou um passivo tributário que é divulgado nos meios de comunicação e gera impacto negativo no mercado. Conseqüentemente, a desvalorização afeta diretamente o objeto do contrato: as participações societárias adquiridas. Assim, apresenta-se uma direta afronta ao sinalagma da relação, qual seja, a proporcionalidade entre preço e objeto (no caso, as participações societárias e o valor pagos por estas).

Por conta disso, começam, então, a surgir discussões entre os contratantes sobre a validade dos termos negociados no contrato. Nessa conjuntura, muitas vezes, pode a parte compradora, em razão da extensão do prejuízo, buscar tutela junto ao Poder Judiciário ou perante um Tribunal Arbitral visando a anulação do negócio jurídico

14 Seguindo os exemplos expostos anteriormente, no caso de uma reclamatória trabalhista, determinada conduta exigida do empregado podia não caracterizar horas extras à época, mas, em razão de uma alteração interpretativa dos tribunais, passou a configurar. Já no atinente ao âmbito fiscal, determinada prática, anteriormente, não configurava crime tributário, mas, posteriormente, passou a ser, entre outras questões.

e a reparação por perdas e danos em razão de omissão dolosa, a responsabilização da parte contrária pela quebra de deveres pré-contratuais de informação ou aplicação da disciplina dos vícios redibitórios para esse tipo de contrato. Todavia, como será exposto nos capítulos específicos a respeito destes tópicos, a doutrina e a jurisprudência não têm entendimento pleno formado a esse respeito.

2. Da possibilidade de anulação do negócio jurídico e responsabilidade de indenizar pela omissão dolosa de passivo oculto.

Um dos institutos jurídicos que vem sendo interpretado como gerador da anulação e responsabilização de reparar nos contratos de alienação de participações societárias é o da omissão dolosa de informações. Para entender essa hipótese, é preciso entender o conceito e a conduta geradora do dolo propriamente dito.

O dolo¹⁵ pode ser definido, em consonância com a linha ponteanista, como artifício ou expediente astucioso cuja execução é voltada à indução da parte contrária praticar um ato jurídico que o prejudica, sendo esta ação proveitosa ao autor do dolo ou a terceiro¹⁶ por meio do qual se verifica, na conduta do deceptor, um consciente e reprovável enganar a outrem.¹⁷ Enquanto o erro deriva de uma falta de atenção ou de perícia do agente, no dolo é a atividade de outrem que, ardilosamente, induz o agente a ter uma falsa representação.¹⁸

15 O tratamento do dolo, na doutrina brasileira (de forma específica) não vem sendo enfrentado com a devida profundidade e extensão, apesar de ser um assunto clássico cujo primórdio remete-se ao Código anterior. Sobre o tema do dolo, recomenda-se leitura do principal trabalho no direito brasileiro a respeito do tema: BENETTI, Giovana. *Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

16 PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*. Rio de Janeiro: Borsó, 1954. t. 4. p. 326.

17 MARTINS-COSTA, Judith. Os regimes do dolo civil no direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 101, n. 923, p. 115-144, set. 2012. p. 92.

18 WALD, Arnoldo; CAVALCANTI, Ana Elizabeth L. W.; PAESANI, Liliana Minardi. *Direito civil: introdução e parte geral*. 14. ed. São Paulo : Saraiva, 2015. p. 99.

Em termos classificatórios, pode ser interpretado sob diversas óticas,¹⁹ dando-se maior atenção, no presente capítulo, à classificação temporal. Sob esta visão, pode o dolo ser classificado anterior ao contrato (na fase formativa ou pré-contratual) ou infração a contrato já concluído. Por conta do objeto de pesquisa do presente trabalho, dar-se-á maior enfoque ao dolo no momento anterior à finalização do contrato.²⁰

Nesses casos de dolo, é possível verificar a presença de dolo principal e/ou de dolo accidental. O principal diz respeito a dados/circunstâncias essenciais para a formação da vontade do agente em praticar o negócio jurídico.²¹ Já na hipótese de dolo accidental, o negócio jurídico continuaria sendo realizado, mas com outras circunstâncias ou termos diversos daqueles pactuados. Neste caso, é devida apenas, se verificáveis, a indenização por perdas e danos pelo ponto específico em que se verificou vício, uma vez que esse tipo não se configura como causa de anulabilidade, permanecendo os demais pontos do negócio jurídico firmado entre as partes.²²

Feita essa introdução conceitual, é possível, então, enfrentar a

19 Do ponto de vista da ação, pode ser comissivo (conduta positiva) ou omissivo (inércia ou conduta negativa); pela perspectiva do agente, pode ser cometido por ato próprio (i.e., partícipe do negócio jurídico) ou por ato de terceiro (para que este seja causa de anulação, é necessário que o participante beneficiado tivesse ou devesse ter conhecimento do dolo). MARTINS-COSTA, Judith. Os regimes do dolo civil no direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo accidental e dever de indenizar. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 101, n. 923, p. 115-144, set. 2012. p. 93.

20 Para a compreensão do dolo por defeito informativo há de importar apenas o momento anterior ao contrato, abrangente do dolo causal (invalidante) e accidental, razão pela qual cabe menção mais aprofundada a estas espécies. *Ibidem*, p. 92.

21 Sem essa informação, o negócio não existiria porque não seria concluído, sendo um ponto nevrálgico para o contrato. Vale destacar que esse tipo de dolo ataca o plano da validade, sendo causa de anulação do negócio e, caso seja verificado, da reparação por perdas e danos.

22 Vale ressaltar que o dolo accidental ou incidental não atinge a validade do ato jurídico, uma vez que pode constituir ato ilícito relativo. O negócio jurídico se concluiu como a parte queria, mas, se a contraparte soubesse da verdade teria concluído o negócio jurídico com melhores cláusulas.

figura da omissão dolosa, que se apresenta como uma das hipóteses principais para caracterizar (ou não) a responsabilidade de indenizar por passivo oculto.

Apesar de se tratar de tema que é objeto de tratamento pelo ordenamento jurídico desde o Código Civil Beviláqua²³, o mesmo carece, ainda, de desdobramentos específicos na doutrina brasileira. O Código Civil de 2002 incorporou a noção proposta pelo Código anterior no art. 147, propiciando um fio condutor adequado para sua definição. Também é possível encontrar amparo conceitual nas obras de Judith Martins-Costa²⁴, Giovana Benetti²⁵ e Luis Renato Ferreira da Silva.²⁶ e na jurisprudência a respeito do tema.²⁷

23 Art. 94. Nos atos bilaterais o silêncio intencional de uma das partes a respeito de fato ou qualidade que a outra parte haja ignorado, constitui omissão dolosa, provando-se que sem ela se não teria celebrado o contrato. BRASIL. Lei nº 3.071, de 1º de janeiro de 1916. Código Civil dos Estados Unidos do Brasil. Rio de Janeiro: Presidência da República, 1916.

24 O que a caracteriza é o silêncio consciente que uma das partes mantém a respeito de algum fato ou circunstância que a outra ignora, a qual, acaso conhecida, impediria a formação do contrato ou, então, implicaria a modificação do seu conteúdo. MARTINS-COSTA, Judith. Os regimes do dolo civil no direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 101, n. 923, p. 115-144, set. 2012. p. 95.

25 A omissão dolosa consiste, basicamente, no silêncio intencional de uma das partes a respeito de fato ou de qualidade que o outro figurante tenha ignorado e que, caso fossem conhecidos, teriam impactado, de algum modo, a sua decisão de concluir o contrato. BENETTI, Giovana. *Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 156.

26 Para que se possa cogitar de dolo por omissão, tem-se que ter um silêncio intencional sobre fato ou qualidade ignorado da outra parte, de modo que o ardil da omissão leve à realização do negócio. SILVA, Luis Renato Ferreira da. Do dolo. In: NANNIN, Giovanni Ettore; LOTUFO, Renan. *Teoria geral do direito civil*. São Paulo: Atlas, 2008. p. 514-529. p. 522.

27 No julgamento da Apelação Cível nº 70064516743, a 15ª Câmara Cível decidiu, em caso que versava sobre a transferência de um ponto comercial, pela anulação do negócio firmado entre as partes. Isso porque, valendo-se da leiguice do autor (imigrante japonês) e da falta de conhecimento pleno da legislação por parte dele, tendo a ré indicado um advogado para o autor, a omissão de aluguéis em aberto do ponto comercial quando da negociação prévia entre as partes se caracterizou como dolosa. Assim, para o julgador, ficou evidente que se tratava de "uma manobra astuciosa induzindo o contratante a realizar o negócio diante da evidente ocultação do débito e dos termos do contrato de locação originária." RIO GRANDE DO SUL. Tri-

É esse ato doloso tido como um silêncio deliberado por parte de um dos contratantes, que, beneficiado pela disparidade de informações entre as partes, conduz a parte contrária a selar um negócio que não seria fechado ou poderia ser, mas em termos diversos dos quais foram pactuados caso esta tivesse acesso aos dados ou às circunstâncias que foram omitidos. Trata-se de hipótese de dolo principal, ou seja, passível de anulação do negócio jurídico em razão da maculação da vontade de um dos contratantes por conta das ações da outra parte e, se verificável, reparação por perdas e danos.

Há um elemento característico desse tipo de dolo que o diferencia dos demais, qual seja: a violação deliberada (ou intencional) do dever de informar. Neste aspecto, não há consenso doutrinário a respeito da necessidade de existir um dever prévio de informar.

Por exemplo, para Luis Renato Ferreira da Silva, para que seja configurada a omissão dolosa, bastaria o silêncio intencional de uma das partes, não sendo elemento necessário tal dever. Tendo-se em vista os aspectos práticos das relações contratuais, é, de certa forma, mais prudente a filiação ao posicionamento adotado por Benetti, que considera como fundamental a efetiva violação do dever de informar, sendo este artigo a fonte geradora do dever de informar *in casu*.

Nessa toada, a boa-fé objetiva, intrínseca no Código Civil brasileiro, obriga os contratantes a atuarem em cooperação, não gerando prejuízos deliberadamente e preservando os interesses do parceiro contratual. Todavia, o dever de informar tem limites e, como bem leciona Judith Martins-Costa, a “inércia não é desculpa, muito menos para aqueles que têm o dever legal ou contratual de autoinformação.”²⁸ Se de um lado o vendedor sofre sacrifícios relacionados a uma

bunal de Justiça (Décima Quinta Câmara Cível). AC: 70064516743. Relatora: Desembargadora Adriana da Silva Ribeiro. Porto Alegre, *Diário de Justiça*, 16 dez. 2015.

28 MARTINS-COSTA, Judith. Os regimes do dolo civil no direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 101, n. 923, p. 115-144, set. 2012. p. 94.

eventual perda do negócio ou à concessão exagerada de informações que gera prejuízos concorrenciais em caso de não fechamento, o comprador está atrelado a um certo limite de solicitação de informações. Não pode este requerer, nem esperar que tenha, acesso a todos os dados da sociedade cujas participações são objeto do contrato, podendo esse pedido de informações ser regido, por exemplo, pelo limite imposto pelo *Securities Act* de 1933²⁹, ou seja, acesso apenas às informações justas e baseadas em razões sólidas.³⁰

Logo, ainda que a parte tenha sido induzida em erro, para que seja configurada a omissão dolosa, além dos elementos objetivo e subjetivo, é preciso verificar se o lesado adotou os procedimentos de diligência mínimos durante a operação, tendo-se em vista que se trata de tipo de contrato que envolve alta complexidade e risco econômico³¹, e que ele teve acesso às informações que o vendedor, as práticas negociais e o mercado julgam como minimamente necessárias para uma tomada de decisão.

Dessa forma, para que seja possível a caracterização da omissão dolosa de determinado passivo oculto, a possibilidade de anulação do negócio jurídico e eventual reparação por perdas e danos, é fundamental que o comprador tenha efetuado *due diligence*, verificando-se que a atitude pela parte contrária dificilmente seria evitada,

29 O *Securities Act* de 1933 dos Estados Unidos teve dois objetivos básicos: exigir que os investidores recebessem informações financeiras importantes sobre os valores mobiliários que estavam sendo oferecidos para venda ao público; e proibir golpes, deturpações e outras fraudes na venda de títulos, tendo exercido fortíssima influência no ordenamento jurídico brasileiro nesta matéria.

30 BRAGA, Danilo Martins. MENDES, Maiara Madureira. Due diligence em contratos de m&a: transparência, sigilo e tratamento de dados. In: GUERREIRO, Luis Fernando. *M&A e reestruturação de empresas: estudos do comitê de M&A e reestruturação de empresas da CAMARB*. São Paulo: Quartier Latin, 2023. p. 19-50. p. 27.

31 PERIM, Paula. ABREU, Giuliana. O dolo omissivo no âmbito do spa e alocação contratual de riscos. In: GUERREIRO, Luis Fernando. *M&A e reestruturação de empresas: estudos do comitê de M&A e reestruturação de empresas da CAMARB*. São Paulo: Quartier Latin, 2023. p. 257-278. p. 259.

combinada com um silêncio qualificado³² por parte do deceptor, que tem a intenção de enganar o outro parceiro contratual.

Porém, para que essa caracterização seja perfectibilizada, é necessária uma extenuante, complexa e completa prova cabal desse vício da vontade, *in casu*, a omissão de passivo oculto dos registros contábeis da sociedade e nas informações trocadas durante as negociações. Como bem exposto por Luis Renato Ferreira da Silva, a prova do dolo é sempre difícil³³, ainda mais quando se trata de negociação em que se tem como pré-requisito a diligência mínima das partes quando da troca de informações e durante as rodadas de negociações.

A jurisprudência exerce, por óbvio, papel fundamental para a caracterização desse tipo de dolo. As decisões proferidas pelos Tribunais de Justiça do Brasil são variadas e se atém, especialmente, à força das provas trazidas pelas partes.

Nesse sentido, inicialmente, é necessário o aprofundamento de precedente do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul a esse respeito. Na Apelação Cível nº 70083977041, a 17ª Câmara Cível se posicionou no sentido de que, nos contratos de compra e venda de quotas sociais (*in casu*, a incorporação de uma sociedade), quando apurada a falsificação de cartões-ponto no decorrer da instrução probatória de reclamatória trabalhista da qual a sociedade incorporada

32 Tradicionalmente tem-se que o silêncio que gera conseqüências jurídicas é o silêncio qualificado, também dito eloqüente, ou seja aquele que decorre da violação de uma obrigação prévia de falar. No caso do dolo, o elemento qualificador é a regra geral que impõe o *neminem laedere*. Para que o consentimento seja isento de vício, cumpre à parte esclarecer todas as características essenciais que envolvem o negócio. Este dever de esclarecimento e informação que pode, ele sim, decorrer da boa-fé objetiva, em não sendo cumprido de forma culposa (tanto que o texto é claro no uso do termo “intencional”) configura violação ao artigo 186. SILVA, Luis Renato Ferreira da. Do dolo. *In*: NANNIN, Giovanni Ettore; LOTUFO, Renan. *Teoria geral do direito civil*. São Paulo: Atlas, 2008. p. 514-529. p. 528.

33 A prova do dolo é sempre difícil e, em se tratando destas modalidades, isto se aprofunda em razão da possibilidade de conseqüências por conta do “dever conhecer” o dolo. *Ibidem*, p. 530.

era ré, verifica-se um risco trabalhista não detectável mesmo com a realização de *due diligence*, o que representaria violação direta ao princípio da boa-fé objetiva. Em razão disso, o apelo da ré foi desprovido, sendo mantido o dever de indenizar em razão dos prejuízos da parte autora/compradora.³⁴

Em outro precedente do mesmo tribunal, na Apelação Cível nº 70078293503, que discutia a compra e venda de estabelecimento comercial, constatou-se que a parte vendedora forneceu à compradora informações inexatas sobre o número de alunos e faturamento da escola objeto do negócio jurídico firmado entre as partes, que se apresentavam como essenciais para o contrato. Assim, a decisão foi no sentido de manter a condenação para ressarcimento à compradora, visto que comprovada a impossibilidade de verificação da inconsistência supramencionada em momento prévio ao negócio, especialmente em razão do fornecimento de informações imprecisas pela parte vendedora.³⁵

O Tribunal de Justiça de São Paulo, no julgamento da Apelação Cível 1003365-60.2023.8.26.0189 pela 31ª Câmara de Direito Privado, manteve sentença de procedência na ação de ressarcimento combinada com indenização por danos morais na compra e venda de estabelecimento de ensino. No caso, foi comprovada a omissão dolosa por parte da instituição de ensino, que omitiu a informação de que o curso era irregular/ilegal, informação que, se fosse de conhecimento da parte autora, impediria a celebração do negócio. Isso culminou na aplicação do art. 147 do Código Civil, anulando o negócio jurídico firmado entre as partes e impondo a restituição dos valores pagos pela parte autora.³⁶

34 RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça (Décima Sétima Câmara Cível). Apelação Cível, Nº 70083977041, Décima Sétima Câmara Cível. Relator: Desembargador Paulo Sérgio Scarparo, Julgado em: 18 jun. 2020

35 RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça (Décima Sétima Câmara Cível). Apelação Cível, Nº 70078293503. Relator: Desembargador Gelson Rolim Stocker, Julgado em: 27 set. 2018.

36 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (Trigésima Primeira Câmara de Direito Privado). AC -

Feita esta análise jurisprudencial, é possível concluir que as decisões em matéria de omissão dolosa de informações por passivos ocultos não informados não são uníssonas. Ainda que os casos trazidos tenham ido ao encontro da tese de omissão dolosa, a necessidade de provas robustas sobre o elemento subjetivo do dolo, o *animus decipiendi*, é um dos fatores fundamentais para possíveis divergências entre decisões proferidas pelos tribunais.

Conseqüentemente, a invocação do pedido de anulação do negócio jurídico (e/ou de reparação por perdas e danos) com base em passivo oculto não contabilizado com fulcro no art. 147 do Código Civil, caracterizando-se a omissão dolosa de informações, é, sem dúvidas, desafiadora. Como visto, a jurisprudência tem se inclinado à aplicação do presente dispositivo aos contratos de alienação de participações societárias (e, conseqüentemente, aos passivos ocultos) com ressalvas em razão da dificuldade de se caracterizar a intenção de enganar do alienante, elemento essencial para que se tenha configurado o dolo.

Somado a isso, a prova desta modalidade de dolo, assim como as demais, é excepcionalmente difícil e, por muitas vezes, frágil, haja vista ser dependente de uma estrutura probatória muito bem alicerçada, seja em documentos ou depoimentos de testemunhas, dificultando, assim, sua correlação com a omissão intencional de passivos durante a fase de negociações e/ou de fechamento do negócio que teria sido determinante para a tomada de decisão equivocada do comprador das quotas ou ações objeto do contrato.

3. Da indenização pela responsabilidade pré-contratual por passivo oculto não informado.

No âmbito do direito contratual, é comum diferentes momen-

1003365-60.2023.8.26.0189. Relator: Desembargador Adilson de Araujo. Fernandópolis, *Diário de Justiça* Eletrônico, 10 out. 2023.

tos com características específicas. Por exemplo, antes da existência do contrato, é corriqueiro que as partes troquem minutas, declarações e documentos para que possam compreender a situação do objeto da transação, *in casu*, a sociedade cujas participações estejam sendo alienadas, configurando a chamada fase pré-contratual.

Usualmente, é feita uma conexão praticamente automática entre esta e a indenização pela ruptura injustificada das negociações, frustrando as expectativas da parte contrária e gerando uma discussão sobre a obrigação de indenizar em razão disso. Todavia, doutrina e jurisprudência têm, cada vez mais, ampliado as possibilidades de responsabilização por fatos/ações anteriores ao contrato em si. Uma dessas formas é a indenização fruto da responsabilidade pré-contratual (ou *culpa in contrahendo*) sob o prisma da ocultação de passivo oculto no momento da troca de documentos preliminares e se isto poderia gerar um dever de indenizar.

A fase pré-contratual é marcada pela sucessão de propostas não vinculativas e contrapropostas, dividida em fase de negociação, proposta e aceitação.³⁷ Logo, durante este momento negocial, não existe um contrato propriamente dito, mas sim uma situação jurídica envolvendo as partes que também é regida pela regra da lealdade e atenção às legítimas expectativas.³⁸ No entanto, a doutrina tem defendido fortemente que existe, nesse momento, uma responsabilidade entre as partes, apesar de ainda não estar perfectibilizado um negócio jurídico perfeito entre elas, em razão da incidência da boa-fé objetiva entre elas.³⁹

Judith Martins-Costa, elucidando a teoria do jurista alemão Rudolf von Jhering, explica que, por conta da proximidade entre os ne-

37 MORAIS, Ezequiel. *A boa-fé objetiva pré-contratual: deveres anexos de conduta*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2021.

38 MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015. p. 386.

39 *Ibidem*, p. 39.

gociantes, na escala do contato social, é justificável reforçar, impondo deveres de proteção pré-contratuais, a confiança necessária inata aos negócios jurídicos para que as relações econômico-sociais possam se desenvolver com normalidade.⁴⁰ Atualmente, as noções sobre esse tipo de responsabilidade foram ampliadas, sendo abarcados os danos decorrentes do processo informativo (i.e., por infringência de deveres de proteção), envolvendo, os deveres positivos de comunicação à parte contrária, aos quais será depreendida maior atenção e análise.

Nesta fase formativa do contrato, os figurantes que descumprirem os deveres impostos pela boa-fé objetiva, seja por ação (prestação de informações falsas ou inexatas, por exemplo) ou por omissão (não informando a parte contrária sobre elementos que esta deveria ter conhecimento, por exemplo), poderão incorrer na responsabilidade pré-contratual. Além de prestar informações ou esclarecimentos, aos envolvidos cabe o dever de não transmitir informações que possam suceder em erro a contraparte.^{41 -42}

À vista disso, o dever informacional na fase preliminar é qualificado como um dever de proteção. Caso a negociação evolua e o contrato venha a ser celebrado, deverá ser investigado se a omissão se deu de forma dolosa ou culposa. Se for o caso da primeira opção, ou seja, a omissão se deu de forma intencional, os efeitos do dolo serão verificáveis, podendo ser qualificada a omissão como defeito

40 *Ibidem*, p. 410.

41 BENETTI, Giovana. *Dolo no direito civil*: uma análise da omissão de informações. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 104.

42 Nesse sentido, Almiro do Couto e Silva leciona, com base na doutrina de Jhering, que é possível verificar a presença de culpa in contrahendo sempre quando o comportamento de uma das partes, ainda na fase de tratativas, induzindo a contraparte de que tal procedimento seria adotado, ou omitindo informações cruciais para a tomada de decisão em relação ao negócio jurídico, ou ainda deixando de mencionar circunstâncias que acarretariam a invalidade do contrato. SILVA, Almiro do Couto e. Responsabilidade do estado por problemas jurídicos decorrentes do planejamento. *Revista de Direito Público*, São Paulo, ano 39, v. 110, n. 2, p. 3-10, 1982. p. 29.

do negócio jurídico. Já se a ocultação ou omissão se deu de forma culposa, poderá se recorrer à responsabilidade pré-contratual.⁴³

Portanto, a omissão de passivo oculto durante a fase preliminar pode ensejar, sim, uma responsabilidade pré-contratual pela violação do dever de informar. É importante salientar que os deveres de informar pelo cedente dos dados têm certos limites. Caso o passivo constitua informação útil ao comprador, seja de conhecimento do vendedor e desconhecido pelo adquirente, sob a perspectiva do devedor da informação, restará evidente que a informação estava dentro dos limites impostos e, assim, será verificável um dever de informar na fase preliminar, podendo ensejar em indenização.

Como dito, não são todas as informações a respeito da sociedade que deveriam ter sido prestadas pelo vendedor omitidas por negligência que acarretarão nesta obrigação, devendo o conteúdo estar de acordo com os pressupostos da responsabilidade civil em si. A esse respeito, é fundamental que seja verificada a utilidade da informação, *in casu*, a ciência do passivo oculto, devendo ser levados em conta o conteúdo do contrato, a oportunidade ou vantagem decorrente do contrato, o respectivo defeito e se o dado era notório ou de domínio público.⁴⁴ Mais, é necessário que seja verificável, por parte do comprador, a diligência prévia mínima e o emprego de esforços razoáveis para obter informações, tendo desenvolvido seu dever de autoinformação a respeito da sociedade cujas participações societárias estão sendo alienadas.

A responsabilização pré-contratual pela omissão de passivo oculto é embasada no art. 422 do Código Civil, que determina: Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé. O referido diploma coaduna com a corrente defendida por Jhering e

43 BENETTI, Giovana. *Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 226.

44 *Ibidem*, p. 252.

outros juristas em diversos ordenamentos jurídicos, uma vez que representa o equilíbrio entre o interesse individual e coletivo.⁴⁵

Diferentemente dos casos de dolo como uma forma de vício, o que pode ensejar a anulação do negócio jurídico firmado entre as partes, no caso em questão não há de se falar nesta possibilidade, podendo ser pleiteada pela parte lesada apenas indenização quantificada de forma proporcional ao dano efetivamente sofrido. Não se verificando a incidência de ato ilícito, não se faz necessária a comprovação de culpa, bastando o mero descumprimento desse dever para que se gere a obrigatoriedade de indenizar, bastando ser feita prova a respeito dos elementos anteriormente referidos.

Compreendidos os pressupostos, passa-se à análise do comportamento jurisprudencial a respeito da responsabilidade pré-contratual especificamente no que diz respeito ao dever de informar durante esta fase anterior ao contrato.

No julgamento do Recurso Especial nº 1862508/SP, o Superior Tribunal de Justiça, ao analisar ação de resolução de contrato de franquia com pedido de indenização por danos morais, a Corte entendeu que, ainda na fase pré-contratual, a franqueadora do ramo têxtil criou na franqueada a expectativa de que o retorno do investimento se daria em 36 meses, o que não se perfectibilizou. Somado a isso, apesar de ter transmitido informações de forma clara e legal à franqueada, essa prestação foi feita com qualidade e amplitude insuficientes para que pudessem subsidiar a correta tomada de decisão e as expectativas corretas de retornos. No julgado, a corte explicitou que o princí-

45 Existe, portanto, uma diferença entre o dever de informar previsto no contrato firmado entre as partes (ou seja, a informação decorre de uma necessidade previamente conhecida pelas partes) e o dever de informar estabelecido pela legislação (a informação é inerente ao contrato em questão). Essa distinção evita o equívoco ao diferenciar a obrigação de informar expressamente estabelecida pelas partes daquela obrigação de informar decorrente da boa-fé objetiva e não prevista no contrato. MARTINS, Humberto. O dever de informar e o direito à informação - a perspectiva do direito civil (parte 2). *Consultor Jurídico*, [s. l.], 26 fev. 2020. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2020-fev-26/direito-comparado-dever-informar-direito-informacao/>. Acesso em: 02 jan. 2023.

pio da boa-fé objetiva já incide desde a fase de formação do vínculo obrigacional, antes mesmo de ser celebrado o negócio jurídico pretendido pelas partes e, tendo-se em vista que a franqueadora, no caso em tela, descumpriu o dever genérico de lealdade (mais especificamente, no dever de informação na fase pré-contratual, o qual impõe que a contraparte seja alertada sobre fatos que a sua diligência ordinária não alcançaria isoladamente), foi reformado o acórdão estadual, restabelecendo a sentença de procedência do pedido de responsabilização pré-contratual.⁴⁶

Ainda que o caso não trate de compra e venda de participações societárias, a decisão é relevante para a análise da matéria, pois o contrato de franquia trata sobre a transferência de “elementos da empresa”, tal como nos contratos de compra e venda de participações societárias.

O Tribunal de Justiça de São Paulo, no julgamento da Apelação Cível nº 0026956-41.2008.8.26.0562, ao analisar contrato verbal de alienação de quotas de sociedade comercial, decidiu pela procedência do pedido da exordial para resolução do contrato. No caso em cotejo, os autores somente tomaram conhecimento da existência de diversas dívidas da sociedade, que foram omitidas nas tratativas anteriores, após diligências junto aos órgãos públicos, motivo pelo qual notificaram a parte vendedora a qual, no entanto, se recusou a devolver o valor pago a título de sinal e os cheques vincendos. Para a corte, ficou evidente a quebra do dever de informação, uma vez que foi comprovado que a alienante omitiu a existência de débitos que comprometiam o negócio.⁴⁷

Outro precedente que deve ser analisado foi proferido pela 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do tribunal paulista. Na Ape-

46 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (Terceira Turma). REsp: 1.862.508 SP 2020/0038674-8. Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília, *Diário de Justiça*, 18 dez. 2020.

47 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (Primeira Câmara Reservada de Direito Empresarial). Apel. nº 0026956-41.2008.8.26.0562. Relator: Desembargador Claudio Godoy. São Paulo, *Diário de Justiça*, 09 dez. 2014.

lação Cível nº 1055939-85.2013.8.26.0100, analisou-se de contrato preliminar de constituição de sociedade empresária visando a exploração e o comércio de minério de ferro e minerais não ferrosos, tendo sido a sentença indenizatória parcialmente provida. Verificou-se omissão por parte dos réus sobre a existência de pedido de revisão de área que poderia reduzir a extensão dos direitos minerários, o que a sentença e o tribunal julgaram como informação relevante para o negócio jurídico, configurando violação positiva do contrato. Em razão do princípio da boa-fé objetiva previsto no art. 422, que impõe aos contratantes um dever de comportamento honesto, escorreito e leal, antes, durante e após a conclusão do negócio, de modo a não frustrar a legítima expectativa criada na parte contrária ou a confiança por ela depositada, a corte manteve a sentença de procedência contra os réus.⁴⁸ Apesar de não tratar sobre compra e venda de participações societárias, o julgado merece atenção por elucidar fatores e critérios determinantes para a configuração da responsabilidade pré-contratual.

Assim, é possível depreender, com base nos precedentes jurisprudenciais acima citados, que o Poder Judiciário tem se inclinado pela possibilidade de indenização com base na omissão de informações devidas na fase preliminar do contrato. Como visto, o artigo 422 e a incidência da boa-fé objetiva em todas as fases contratuais fazem com que o dever de informar, inclusive sobre passivos ocultos, caracteriza-se como um dever a ser respeitado inclusive quando ainda não existe contrato propriamente dito.

Portanto, é possível que a omissão de um passivo oculto, ainda que na fase pré-contratual, seja razão para a obrigação de reparar dano à parte adquirente das participações societárias no contrato de alienação. Todavia, é necessária prova robusta sobre o desconhecimento da informação por conta da omissão pela parte vendedora, o que dependerá de uma instrução probatória atenta.

48 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (Primeira Câmara Reservada de Direito Empresarial). Apel. Nº 1055939-85.2013.8.26.0100. Relatora: Desembargadora Maia da Cunha, São Paulo, 14 out. 2015.

4. Da aplicação dos vícios redibitórios nos contratos de M&A.

Um dos pontos mais controvertidos nos contratos de *M&A* diz respeito à possibilidade (ou inviabilidade) da aplicação das noções atinentes aos vícios redibitórios. Isso porque é fácil de ser encontrada doutrina (e jurisprudência) tanto em sentido favorável quanto em sentido contrário, visto que não há unanimidade sobre esse tema. Muito disso se deve à contraposição feita entre a natureza desse tipo de contrato e dos vícios de redibição em si.

O Código Civil de 2002 previu seção específica para tratar sobre esses tipos de vício, abordando o assunto entre os artigos 441 a 446. Neste sentido, o artigo inaugural desta parte é cristalino ao estabelecer os critérios definidores acerca desse tipo.⁴⁹ Logo, desta regra se extrai a noção de que é o comprador que vai determinar se o objeto é viciado ou não quando a posse lhe for outorgada, independentemente da transmissão da propriedade.⁵⁰

Em consonância com lições de Teresa Negreiros, é possível definir os vícios redibitórios como defeitos/vícios ocultos capazes de tornar o objeto de um contrato comutativo impróprio ao uso a que este se destina ou de reduzir o respectivo valor de forma significativa,⁵¹ implicando em uma forma de garantia. A disciplina trazida pelo

49 Art. 441. A coisa recebida em virtude de contrato comutativo pode ser enjeitada por vícios ou defeitos ocultos, que a tornem imprópria ao uso a que é destinada, ou lhe diminuam o valor. BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República, 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 05 jan. 2024.

50 Isso porque, a regra do artigo 441 do CC utiliza o verbo “receber” para se referir aos vícios redibitórios, aliás, repetindo a redação do dispositivo congênere do Código Civil de 1916 (artigo 1.101). MARCASSA FILHO, André Luiz. O tratamento da sistemática nos vícios redibitórios nos SPAs. *In*: GUERREIRO, Luis Fernando. *M&A e reestruturação de empresas*. estudos do comitê de M&A e reestruturação de empresas da CAMARB. São Paulo: Quartier Latin, 2023 p. 144.

51 NEGREIROS, Teresa. Dos vícios redibitórios e da sua articulação com as cláusulas de declarações & garantias em contratos de compra e venda de empresas. *In*: AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado de *et al.* (Coord.). *Direito, cultura, método*: leituras da obra de Judith Martins-Costa. Rio de Janeiro: LMJ Mundo Jurídico, 2019. p. 812-849. p. 814.

Código Civil visa restabelecer o sinalagma do contrato e cessar a injustiça comutativa que impera no contrato, visto que, em razão do vício ou defeito que era oculto e desconhecido pelo comprador no momento da tradição, gerou-se um desequilíbrio na equivalência entre a qualidade que era devida e a contraprestação acertada.⁵²

Contudo, a partir dessas definições impostas pela legislação infraconstitucional é que surgem diversos questionamentos com relação à aplicabilidade desse instituto jurídico aos contratos de SPA. Isso porque os contratos dessa natureza, apesar de não serem um tipo específico regulamentado no ordenamento pátrio, integram o grupo dos contratos de compra e venda, os quais são classificados como contratos comutativos, podendo, então, abarcar a disciplina dos vícios redibitórios.

O primeiro problema conceitual para inserir esse tipo de contrato como fonte de vícios redibitórios está atrelado à natureza jurídica das participações societárias. Isso porque não há unanimidade na doutrina⁵³⁻⁵⁴ quanto a qual tipo as participações societárias são integrantes. A discussão gira, em linhas gerais, sobre a possibilidade de qualificar uma quota ou ação como “coisa”, visto que muitos entendem se tratar de “bem”.

Além desse problema de ordem conceitual, é importante, para esse assunto, a discussão sobre o enquadramento dogmático dos ví-

52 *Ibidem*, p. 814.

53 Alguns autores defendem que se trata de um direito, outros a definem como um bem, enquanto outro setor entende que se trata de um tipo jurídico *sui generis*, ao passo que outros interpretam como relação jurídica. Modesto Carvalhosa define as ações escriturais como “bens sem existência material” CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 1997. v.1. p. 247.

54 Gerson Branco, por sua vez, leciona que “a quota não é uma coisa móvel ou imóvel, mas um bem cuja titularidade também não é exercida como tradicionalmente estudamos no não menos antigo Direito das Obrigações.” BRANCO, Gerson Luiz Carlos. A penhora de quotas de sociedades limitadas e a garantia das obrigações. *Consultor Jurídico*, [s. l.], 12 fev. 2018. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2018-fev-12/direito-civil-atual-penhora-quotas-garantia-obrigacoes>. Acesso em: 07 out. 2023.

cios redibitórios. Enquanto alguns autores defendem que o vício redibitório seria fruto de erro, uma outra vertente defende que se trata de hipótese de inadimplemento contratual, dando-se enfoque maior para esta última em razão do objeto do trabalho.

Neste sentido, defende-se que a aplicação da disciplina dos vícios redibitórios estaria atrelada ao mau cumprimento contratual. Isso porque, ainda que tenha feito a entrega da coisa, o objeto da prestação é maculado, defeituoso, impróprio ou menos valioso do que previa o contrato. “Ninguém quer a coisa em si, sem atenção às suas qualidades”,⁵⁵ como bem leciona Pontes de Miranda. Ainda que não exista regra no Código Civil que explicitamente sustente a obrigação de entregar a coisa livre de vícios, isto se sustenta, primordialmente, no princípio da boa-fé objetiva, uma vez que a prestação “não pode, pois, ser concebida abstratamente divorciada do fim concreto a que visa satisfazer.”⁵⁶ Sendo assim, seria possível enquadrar os vícios redibitórios na moldura do inadimplemento contratual absoluto.

Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho trouxeram, de forma inaugural, esta possibilidade para o ordenamento pátrio por meio da análise de decisões de cortes europeias, com especial análise para as proferidas pela Corte de Cassação italiana.⁵⁷ Segundo os autores, sua aplicação é necessária por ser a única disciplina geral abrangente a tutelar todas as formas de negócio jurídico. Isso porque os vícios redibitórios integram as disposições gerais sobre os contratos, podendo ser aplicada a qualquer contrato comutativo. O único dispositivo do Código Civil pátrio que trata da transferência de estabelecimento (artigo 1.146) não versa a respeito dos vícios de bens

55 PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*. Rio de Janeiro: Borsó, 1954. t. 4. p. 293

56 NEGREIROS, Teresa. Dos vícios redibitórios e da sua articulação com as cláusulas de declarações & garantias em contratos de compra e venda de empresas. In: AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado de *et al.* (Coord.). *Direito, cultura, método: leituras da obra de Judith Martins-Costa*. Rio de Janeiro: LMJ Mundo Jurídico, 2019. p. 834.

57 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014. p. 255.

que compõem o estabelecimento (nem do fundo de comércio como um todo) e muito menos de prazos para a sua reclamação.

Ainda de acordo com estes, a aplicação desta disciplina é fundamental em razão da sua alteração na estrutura/configuração da sociedade. Isso porque, tendo-se em vista que retornar ao *status quo ante* e desfazer o negócio é inviável ou extremamente complexo e desinteressante para as partes muitas vezes, a única “ferramenta” prevista no ordenamento jurídico com prazos curtos e que resulta na ágil resolução do problema no negócio jurídico é a dos vícios redibitórios, o que oportuniza maior estabilidade ao comércio.⁵⁸ Assim, caberia somente o pedido de redução de preço pago pelas quotas ou ações proporcionalmente ao valor de prejuízo gerado pelo passivo oculto,⁵⁹ devendo ser esta calculada de acordo com os parâmetros e métodos de avaliação estipulados pelos contratantes durante as negociações.^{60,61}

Por fim, para os autores, o prazo a ser seguido, nessas hipóteses, é o de 30 (trinta) dias estipulado no art. 445, CC,⁶² para coisas móveis a contar a partir da ciência do vício oculto, cujo marco temporal seria a primeira assembleia ordinária para aprovação das con-

58 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014. p. 242.

59 *Ibidem*, p. 243.

60 *Ibidem*, p. 244.

61 O critério que define, para os autores, o limite para o pedido de redibição e a redução de preço é o objetivo do comprador das participações societárias. Como bem lecionam, o adquirente pode estar negociando a própria empresa como um todo ou um bem material ou imaterial da sociedade, como ocorre na concessão *Ibidem*, p. 244.

62 Art. 445. O adquirente decai do direito de obter a redibição ou abatimento no preço no prazo de trinta dias se a coisa for móvel, e de um ano se for imóvel, contado da entrega efetiva; se já estava na posse, o prazo conta-se da alienação, reduzido à metade. BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República, 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 05 jan. 2024.

tas, pois é neste ato que o dever legal de verificar o estado do patrimônio da sociedade se perfectibiliza.⁶³⁻⁶⁴

Além destes autores, é necessária menção à obra de Guilherme Döring Cunha Pereira, na qual leciona que a “venda de mais da metade das ações que conferem direito de voto de uma sociedade anônima tem por objeto algo mais do que essas mesmas ações.”⁶⁵ Logo, a responsabilidade do alienante das quotas ou ações atinge a integridade do acervo societário e não das ações transferidas⁶⁶, englobando os passivos não contabilizados no momento da venda nos livros contábeis, bem como de ações trabalhistas julgadas procedentes das quais o comprador não tinha ciência quando do fechamento.

A transferência do controle societário implicaria, para os autores, na compra e venda dos bens integrantes do patrimônio global da empresa. Logo, para estes, a transferência de quotas ou ações têm a mesma natureza, por equiparação, do contrato de trespasse, implicando na aplicação desse tipo de vício às participações societárias alienadas.

Complementar a essa ideia é a doutrina de Evandro Fernandes de Pontes, lecionando que o poder de controle da sociedade adquirida é, de certa forma, um objeto de negócio jurídico no contrato de alienação das quotas ou ações. Para o autor, o controle só tem pertinência por conta dos bens do patrimônio da sociedade.⁶⁷

63 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014. p. 26.

64 Os autores propõem, ainda, que os prazos decadenciais referidos não corram durante a vigência do prazo de garantia que é dado pelo vendedor das quotas ou ações. Com o término desse prazo, o comprador teria o prazo de 30 (trinta) dias para denunciar vícios, sob pena de decadência do direito. A não contagem desse prazo durante a vigência da garantia depende, segundo os autores, da previsão de cláusula de declarações e garantias estabelecendo prazo específico para reclamações e postulação de bens, direitos ou obrigações da sociedade *target*. *Ibidem*, p. 245.

65 PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação do poder de acontecimentos acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 49.

66 *Ibidem*, p. 99.

67 PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação do poder de acontecimentos acionário*. São

Todavia, o autor faz uma ressalva importante envolvendo as cláusulas de declarações e garantias. Nesse tipo de contrato, é comum que o vendedor se obrigue a garantir a situação do patrimônio da sociedade *target*, o que, na prática, levaria à aquisição tanto das participações societárias quanto, de forma indireta, destas garantias prestadas pelo alienante. O preço, *in casu*, é calculado levando em conta esse tipo de garantia⁶⁸. Assim, caso ocorra discrepância entre as condições apresentadas nas declarações e garantias, é possível a aplicação de dolo e erro, não sendo tão consistente a aplicação dos vícios redibitórios, mas não inviável.

Contudo, há divergência com relação a esta possibilidade de aplicação especialmente na doutrina moderna. Faz-se menção notória aos estudos de Gabriel Buschinelli, que, em linhas gerais, apresenta cinco motivos⁶⁹ que impossibilitam a aplicação de vícios redibitórios a contratos desta natureza. Nesse sentido, mencionam-se, ainda, as contribuições de André Luiz Marcassa Filho⁷⁰ e Giacomo Grezzana⁷¹ a respeito da discussão entre a teoria de Salomão e Buschinelli.

Com isso, passa-se à análise jurisprudencial acerca do tema. É possível notar, de pronto, uma tendência negativa nas decisões com relação à possibilidade de aplicação dos vícios redibitórios aos contratos de alienação de participações societárias.

O Tribunal de Justiça do Distrito Federal, no julgamento da Apelação Cível nº 20160110678788, reforçou a reticência do Poder Ju-

Paulo: Saraiva, 1995. p. 25.

68 BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 189-190.

69 *Ibidem*, p. 401-405.

70 MARCASSA FILHO, André Luiz. O tratamento da sistemática nos vícios redibitórios nos SPAs. In: GUERREIRO, Luis Fernando. *M&A e reestruturação de empresas: estudos do comitê de M&A e reestruturação de empresas da CAMARB*. São Paulo: Quartier Latin, 2023. p. 164-170.

71 GREZZANA, Giacomo. *A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 385-386

diciário a respeito do tema. No caso em apenso, que versava sobre um contrato de compra e venda de quotas de uma sociedade limitada, o comprador das quotas, que era também administrador da sociedade, alegou a existência de vícios redibitórios na sociedade, o que não prosperou. Segundo o entendimento firmado na decisão, vício redibitório é o defeito oculto no negócio que torna inapropriado o bem recebido ou que lhe diminua o valor. Sendo o comprador administrador da sociedade, os dados financeiros da sociedade sempre foram de seu conhecimento, não havendo que se falar em vício redibitório em decorrência de débitos ocultos inerentes à sociedade. Além disso, por ter alterado a veracidade do contexto fático, o adquirente foi multado por ter agido de má-fé.⁷² Vale dizer que decisão admite que as quotas podem ser sujeitas ao regime dos vícios redibitórios, porém o conhecimento sobre os dados financeiros (no caso) afastaria a norma.

Também em caso no qual fora alegada a constatação de vícios redibitórios em contrato de compra e venda de participações societárias, o Tribunal de Justiça de São Paulo também se inclinou à negativa. No julgamento da Apelação Cível nº 1319003420088260000, que versava sobre a possibilidade de revisão de cláusula contratual, os compradores alegaram alteração de dados essenciais quanto à natureza do bem objeto da transação, mais especificamente com relação ao faturamento prometido quando da aquisição. Todavia, o tribunal entendeu que não estavam presentes os elementos de caracterização de vício redibitório, uma vez que não havia qualquer estipulação no contrato quanto à garantia de faturamento mínimo. O relator menciona, em seu voto, que sendo os autores do ramo negocial objeto do contrato, não seria razoável presumir que circunstância dita essencial tivesse sido ajustada apenas de forma verbal em um contrato de valor substancial.⁷³

72 DISTRITO FEDERAL. Tribunal de Justiça (Primeira Turma Cível). Resp. 20160110678788 DF 0009744-07.2015.8.07.0007. Relator: Desembargador Romulo de Araujo Mendes. Brasília, *Diário de Justiça Eletrônico*, 10 mai. 2018.

73 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (Terceira Câmara de Direito Privado). APL:

Outro julgado sobre a aplicação de vícios redibitórios merece atenção, desta vez o proferido pelo Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul. No julgamento da Apelação Cível nº 70062890413, era analisada a possibilidade da aplicação desta disciplina a um contrato de compra e venda de ponto comercial. A parte compradora, uma sociedade do ramo do estabelecimento adquirido (venda de gás), alegava divergência sobre o volume de vendas, caracterizando suposto vício redibitório, o que não prosperou. Isso porque, conforme análise documental, foi constatado que a adquirente teve franco acesso às informações, o que, por si só, descaracteriza este tipo de vício. Ademais, para o julgador, a diferença no volume de vendas não seria suficiente para presumir que a autora, empresária do ramo, se estivesse ciente das informações contábeis, não teria realizado o negócio ou aceitado o preço. Logo, o contrato foi mantido, assim como a dívida da compradora com a vendedora sobre a venda do ponto comercial.⁷⁴

Assim, é possível depreender que os passivos ocultos, fruto do contrato de alienação de participações societárias, podem ser objeto da disciplina dos vícios redibitórios. Conforme exposto, tendo-se em vista que a aquisição das quotas ou ações da sociedade implicam na aquisição dos respectivos bens e, conseqüentemente, direitos da sociedade, é possível a reparação pelas perdas e danos decorrentes de passivos não expostos (ou discriminados) no momento das negociações e, conseqüentemente, no momento do *closing*, o qual equivaleria à tradição necessária (referida no Código Civil) para a caracterização dos vícios redibitórios.

Contudo, dentre as diversas exigências para a sua caracterização expostas anteriormente, a não-aparência é um fator determinan-

1319003420088260000 SP 0131900-34.2008.8.26.0000. Relator: Desembargador João Pazine Neto. São Paulo, *Diário de Justiça Eletrônico*, 28 set. 2012.

74 RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça (Décima Primeira Câmara Cível). Apelação Cível, Nº 70062890413. Relator: Desembargador Luiz Roberto Imperatore de Assis Brasil. Porto Alegre, *Diário de Justiça*, 01 jul. 2015.

te. O fato de o passivo ser oculto⁷⁵ é necessário, mas, considerando que, geralmente, pode ser caracterizado por uma situação jurídica, direito ou bem incorpóreo, definir esta “invisibilidade” torna-se problemática. Logo, nesses casos, para que este tipo de passivo seja chancelado pela disciplina dos vícios redibitórios, é fundamental que o defeito ou vício não pudesse ser detectado através de ações de diligência média.⁷⁶

Isso pode ser verificável em uma série de exemplos. Não pode ser objeto de redução proporcional do preço por vício redibitório o passivo trabalhista que poderia ser previamente aferido pela extração de uma certidão de processos ativos disponível nos sítios dos Tribunais Regionais do Trabalho com a mera pesquisa vinculada ao CNPJ da sociedade. Ainda, não pode ser objeto da disciplina dos referidos vícios certa dívida bancária contraída pela sociedade cujas parcelas são debitadas mensalmente pela instituição financeira diretamente da conta bancária de titularidade da sociedade empresária, que poderia ser aferida pela análise dos extratos da respectiva conta. Mais, não pode o comprador alegar prejuízo passível de inviabilizar os fins pretendidos com a *target* por conta de eventual dívida tributária que já estava inscrita na Dívida Ativa da União e que foi, após o fechamento, cobrada judicialmente que alega ter desconhecimento no momento das tratativas.

Contudo, há situações que se aparentam mais receptivas à disciplina referida por conta da sua difícil previsibilidade mesmo com a diligência prévia ao contrato. É o caso, por exemplo, de autuação

75 Define-se como oculto o vício que, por antítese, é não aparente, não ostensivo, não reconhecível por meio de um exame com o grau de profundidade que se espera em vista dos (des) conhecimentos técnicos do credor. NEGREIROS, Teresa. Dos vícios redibitórios e da sua articulação com as cláusulas de declarações & garantias em contratos de compra e venda de empresas. In: AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado de *et al.* (Coord.). *Direito, cultura, método: leituras da obra de Judith Martins-Costa*. Rio de Janeiro: LMJ Mundo Jurídico, 2019. p. 818.

76 Assim, oculto é o vício que, além de subjetivamente desconhecido por parte do credor, este não teria mesmo condições de o descobrir, já que se encontrava apenas em germe, sem que um exame prévio, ainda que diligente, o pudesse revelar. *Ibidem*, p. 818.

tributária fruto de um planejamento adotado pela sociedade adquirida por anos que não foi informada pela parte vendedora e gerou, aos olhos da Receita Federal, infração à legislação tributária nacional. Ainda, eventual dano ambiental gerado por decisões tomadas pelos sócios vendedores que não foi comunicado e, após o fechamento, desencadeou um auto de infração ambiental com aplicação de multa. Outra situação é quando o adquirente demonstra manifesto prejuízo em razão da lucratividade da sociedade não ser compatível com os números apresentados pelo vendedor, haja vista que os dados foram adulterados ou forjados para gerar elemento de convencimento, acarretando, assim, na direta desvalorização das participações societárias.

Ademais, tendo-se em vista que se trata de vícios ocultos que somente poderiam ser conhecidos futuramente, apresenta-se como necessária a adesão ao prazo previsto no § 1º do art. 445 do Código Civil, em alusão ao exposto por Comparato e Salomão filho, que defendem a aplicação do prazo para bens móveis em se tratando da alienação de participações societárias. Ora, se o adquirente quer fazer jus a esta disciplina pelos aspectos que lhe protegem, é fundamental que este esteja sujeito, também, aos que lhe sejam prejudiciais, como a brevidade dos prazos. Assim, considerando que os passivos ocultos são detectáveis apenas em momento posterior ao do *closing*, faz-se necessária a aplicação do prazo supra referido, qual seja: 180 (cento e oitenta) dias previsto para bens móveis, acrescidos dos 30 (trinta) dias para propositura da ação a partir da ciência do vício.

Todavia, as cláusulas de declarações e garantias apresentam-se como elemento fundamental para que esta disciplina seja, de fato, aplicável aos contratos desta natureza. A determinação das condições do negócio, bem como das respectivas responsabilidades de indenizar, mas, principalmente, a natureza do negócio são ditames fundamentais para que o conteúdo previsto pelo Código Civil sobre vícios redibitórios seja aplicável ao pactuado.

Contudo, conforme depreende-se da análise jurisprudencial, o Poder Judiciário tem se adstrito às circunstâncias do negócio firma-

do entre as partes, quais sejam os termos do contrato e as reais condições do negócio cujas participações societárias foram alienadas. Em sua maioria, conforme se extrai dos julgados citados, a jurisprudência tem se inclinado pela impossibilidade desta disciplina ser aplicável aos contratos de alienação de participações societárias em questão, sendo a falta de diligência prévia por parte dos adquirentes a principal causa para a negativa. As resoluções para esses casos, apesar dos esforços das partes no sentido de prever os riscos e remédios aplicáveis, estão, como bem disse Teresa Negreiros, “fortemente atadas às circunstâncias de cada caso, não só aos fatos em concreto, mas, também, ao programa contratual como um todo [...]”⁷⁷, sendo a diligência prévia um fator determinante para a aplicação desse instituto jurídico.

Conclusão.

Diante do exposto, é possível concluir que, apesar de muitas vezes se apresentarem como vagos, complexos, e com efeitos muito amplos, os passivos ocultos são uma realidade nas operações de *M&A*. Por conseguinte, faz-se cada vez mais necessário um estudo aprofundado e atento aos seus desdobramentos e detalhes especialmente na esfera jurídica dos contratos de alienação de participações societárias em razão do crescimento vertiginoso desse tipo de operação no ordenamento jurídico pátrio.

Como visto, os passivos ocultos podem ser definidos como qualquer obrigação assumida pelo negócio adquirido antes da operação devido a práticas comerciais (ou decisões de gestão) da empresa que geram inconsistências na situação contabilística econômico-financeira real, podendo se manifestar em diferentes setores de uma sociedade. Vale ressaltar que, para as operações de *M&A*, um passivo

77 NEGREIROS, Teresa. Dos vícios redibitórios e da sua articulação com as cláusulas de declarações & garantias em contratos de compra e venda de empresas. In: AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado de *et al.* (Coord.). *Direito, cultura, método*: leituras da obra de Judith Martins-Costa. Rio de Janeiro: LMJ Mundo Jurídico, 2019. p. 848.

oculto é verificável quando o comprador não sabia da existência do mesmo, sendo que a ciência do vendedor pode, meramente, alterar alguns aspectos da sua responsabilidade.

Uma das possibilidades de responsabilização em caso de descobrimento de passivo oculto é a de pleitear a anulação do negócio jurídico (e a respectiva reparação por perdas e danos, se for o caso) com fulcro no artigo 147 do Código Civil em razão da omissão dolosa de informações. Verificou-se que a jurisprudência tende à aplicação do presente artigo para conjunturas diversas às ligadas aos passivos ocultos especificamente, mas há muitas ressalvas devido à dificuldade em comprovar a intenção de enganar do cedente, que é um elemento básico para que seja configurado o dolo. Além disso, a prova desse tipo de fraude é excepcionalmente difícil, pois depende de uma estrutura probatória bem fundamentada, seja ela documental ou testemunhal, dificultando a sua comprovação.

Ainda, verificou-se a incidência da responsabilidade pré-contratual em contratos de alienação de participações societárias, lógica essa que pode ser aplicada, também, aos passivos ocultos em razão do descumprimento do dever de informar, intrinsecamente conectado à boa-fé objetiva consagrada no art. 422 do Código Civil, segunda hipótese levantada. Além disso, não há necessidade de comprovar a culpa se a ocorrência do ilícito não tiver sido verificada, visto que o mero incumprimento desta obrigação desencadeia a obrigação de indenizar, desde que sejam apresentadas provas dos elementos de diligência e omissão aprofundados no capítulo.

Finalmente, a terceira hipótese analisada dizia respeito à possibilidade da aplicação da disciplina dos vícios redibitórios aos contratos de alienação de participações societárias. Considerando que a aquisição de quotas ou ações de uma sociedade implica a obtenção dos ativos correspondentes e, por conseguinte, dos direitos da sociedade, é viável buscar reparação por perdas e danos decorrentes de passivos não revelados (ou não discriminados) durante as negociações e, conseqüentemente, no momento do fechamento, que se asse-

melhoria à entrega necessária (conforme estabelecido no Código Civil) para a configuração de vícios redibitórios. No entanto, as cláusulas de declarações e garantias surgem como um componente crucial para a efetiva aplicação dessa disciplina a contratos dessa natureza. Entretanto, a análise jurisprudencial indica que o Poder Judiciário tem se atentado às circunstâncias específicas do acordo entre as partes, considerando os termos contratuais e as condições reais do negócio no qual as participações societárias foram transferidas. Constatou-se que a maioria das decisões tende a opinar pela inaplicabilidade dessa disciplina a esse tipo de contrato.

Vale ressaltar que as três hipóteses analisadas não são excludentes. Dessa forma, é viável se encontrar diferentes fundamentos para responsabilizar a parte vendedora por passivos ocultos em um mesmo contrato de alienação de participações societárias.

Ainda, cumpre pontuar as diferenças de tratamento entre os regimes. Enquanto no caso de omissão dolosa de informações e na disciplina dos vícios redibitórios é possível a discussão para anular o negócio jurídico, no caso da responsabilidade pré-contratual por violação de deveres de informação gera apenas o direito de reparação. Todavia, no caso daquelas hipóteses, é de maior interesse prático das partes apenas o aspecto reparatório, uma vez que desfazer o negócio pode tornar a operação ainda mais cara ou simplesmente não é do interesse dessas.

NOTAS SOBRE OFERTA PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS E SEUS ATOS DE DISTRIBUIÇÃO¹

NOTES ON PUBLIC OFFERINGS OF SECURITIES AND THEIR DISTRIBUTION ACTS

*Daniel Coachman Kolouboff**

Resumo: O artigo analisa os conceitos e implicações regulatórias da oferta pública de valores mobiliários no Brasil, com ênfase nos atos de distribuição e nas normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O autor objetiva elucidar os elementos que caracterizam uma oferta como pública e os riscos associados a uma definição excessivamente ampla, que pode desestimular o mercado. Por meio de revisão normativa e doutrinária, examina a evolução histórica da legislação, desde a Lei nº 6.385/76 até a Resolução CVM nº 160/22, comparando esta com a revogada Instrução CVM nº 400/03. A metodologia utilizada fundamenta-se na análise documental e interpretativa das normas e julgamentos da CVM. O estudo evidencia que, embora a regulamentação atual priorize critérios objetivos - como a disseminação de comunicações com potencial de alcançar diversos destinatários -, persiste a indefinição conceitual sobre o que constitui uma oferta pública. Conclui que a Resolução CVM nº 160/22 trouxe avanços ao sistematizar hipóteses de dispensa de registro, mas falha em garantir segurança jurídica plena, ao substituir critérios subjetivos relevantes, como a individualização do investidor, por uma abordagem mais ampla e, por vezes, ambígua.

1 Artigo recebido em: 08.10.2025 e aceito em: 23.03.2026.

* Assessor no Colegiado da CVM. Mestrando em Economia e Finanças pela FGV. Pós-graduando em Advocacia Empresarial pela UERJ. Advogado. Bacharel em Direito pela Faculdade Nacional de Direito - UFRJ. E-mail: danielc.k99@gmail.com.

Palavras-chave: Oferta Pública. Ato de Distribuição. Resolução CVM nº 160. Instrução CVM nº 400. Regulação de Mercado.

Abstract: This article analyzes the concepts and regulatory implications of public offerings of securities in Brazil, with emphasis on distribution acts and the rules issued by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM). The author aims to clarify the elements that characterize a public offering and the risks associated with an overly broad definition, which may discourage market activity. Through a normative and doctrinal review, the study examines the historical evolution of legislation, from Law No. 6,385/76 to CVM Resolution No. 160/22, comparing it with the repealed CVM Instruction nº 400/03. The methodology is based on documentary and interpretative analysis of regulations and CVM guidance. The findings reveal that, although the current framework prioritizes objective criteria - such as the dissemination of communications capable of reaching multiple recipients - the concept of public offering remains open-ended. The article concludes that Resolution CVM nº 160/22 made progress by listing cases exempt from registration, yet it fails to ensure full legal certainty by replacing relevant subjective criteria, such as investor identification, with a broader and sometimes ambiguous approach.

Keywords: Public Offering. Distribution Act. CVM Resolution nº. 160. CVM Instruction nº 400. Market Regulation.

Sumário: Introdução. 1. Evolução Histórico Normativa. 1.1. Lei 6.385/76 e Lei 6.404/76. 1.2. Instrução CVM nº 400/03, Parecer de Orientação CVM nº 32 e 33. 1.3. Resolução CVM nº 160/22. 2. Oferta Pública x Privada. 2.1. Características das Ofertas Públicas. 3. Atos de Distribuição Pública. 3.1. Caso Eike. 3.2. Caso GPX. 3.3. Caso Objetiva e Caso Unick. 3.4. Caso Avestruz Master. 4. Conclusão.

Introdução.

O tema aqui proposto remonta ao ano de 1602, quando a então recém fundada *Vereenigde Oost-Indische Compagnie* (“VOC”) obteve da Holanda o direito de explorar o comércio na Ásia pelo período de 21 anos. Apesar de a VOC corresponder a junção de 6 companhias navais de exploração de comércio e contar com o apoio estatal, a empreitada ainda era de alto risco, afinal, desde o século XV, Portugal detinha um monopólio sobre a exploração comercial naval, e as viagens já eram, por si só, extremamente perigosas, logo, sendo necessário um amplo aporte de capital para que houvesse alguma chance de sucesso.

Para tanto, a companhia recorreu a um método inovador para a época, e o mesmo documento que garantiu o direito de exploração da VOC, também permitia e convidava membros do público em geral de adquirir as ações da companhia². Assim, a VOC recorreu à poupança popular para financiar sua empreitada por meio da distribuição pública de suas ações em seis cidades holandesas, o que se mostrou um enorme sucesso pois captaram um total de 6.429.588 florins holandeses, equivalentes, atualmente, a 100 milhões de euros.³⁻⁴ Ou seja, essa iniciativa não apenas permitiu que investidores compras-

2 “*Alle ingezetenen van deze Landen zullen mogen in deze Compagnie participeren met zoo weinig ende veel penningen, als bet hen gelieven zal: dan of bet gebeurde, dat 'er meer penningen waren aangeboden ofte gepresenteert, dan de navigatie wel zoude vereischen, zullen die gene, die in de Compagnie hebben meer als 30000 gulden, moeten na rato ende proportie hun capitaal minderen, omme anderen plaats te geven.*”

Tradução livre:

Todos os habitantes destes países poderão participar desta Companhia com tanto ou pouco dinheiro quanto desejarem: se acontecer de ser oferecido ou apresentado mais dinheiro do que a navegação exigiria, aqueles que tiverem mais de 30.000 florins na Companhia, terão que reduzir seu capital em proporção e razão, para dar lugar a outros.

3 Segundo o Instituto Internacional de História Social de Amsterdã (ver <http://www.iisg.nl/hpw/calculate.php>), esse valor de subscrição equivaleria a quase 100 milhões de euros hoje.

4 PETRAM, L. O. *The world's first stock exchange: how the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market*, 1602-1700. Eigen Beheer, 2021.

sem participação na companhia, mas também estabeleceu as bases para o que hoje conhecemos como mercado de ações com o desenvolvimento do mercado secundário.⁵

O resultado, a seu turno, também se mostrou favorável. A VOC conseguiu se estabelecer nos principais pontos comerciais de especiarias na Ásia antes dos ingleses, que, após alguns confrontos derrotados, se viram forçados voltar seu foco no comércio de tecido na Índia (ainda que este tivesse se provado como mais lucrativo que as especiarias).⁶

Assim, a oferta pública da VOC não apenas ilustra os primórdios das emissões de ações, mas também destaca a relevância dos atos de distribuição que se tornaram fundamentais para o próprio curso da história.

Contudo, embora fundamentais, atualmente é necessário que se atendam a uma série de regras para que essas emissões de valores mobiliários possam alcançar a poupança popular por meio dos chamados “atos de distribuição pública”. Essas regras fazem-se necessárias devido a adoção do princípio *full and fair disclosure*, que pressupõe uma proteção aos investidores ao garantir que haverá a disponibilização de uma quantidade mínima de informações que permitam uma tomada de decisões consciente. Além disso, como bem aponta Luiz Antônio de Sampaio Campos, inclui-se, ainda, uma derivação do princípio romano do *caveat emptor*, traduzido na ideia de que para que o comprador possa se acautelar devidamente, o ofertante do valor mobiliário deverá contar toda verdade do que há de relevante a seu respeito ao público em geral, de forma a que esse público possa tomar a sua decisão de investimento consciente da situação do ofertante e das informações que ele tinha a prestar⁷. Em linha, consta no Parecer de Orientação CVM nº 40 que:

5 *Ibidem*.

6 MAGNUSON, William. *For Profit: a History of Corporations*. Nova York: Basic Books, 1ª ed., novembro, 2022. p. 81.

7 CVM. Inquérito Administrativo nº RJ2001/6094. Relator: Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos. Julgado em: 13 dez. 2001.

Não cabe à CVM interferir no exame de mérito das oportunidades de investimento oferecidas ao público em geral, por exemplo, mediante a seleção prévia daquelas julgadas mais promissoras, seguras ou merecedoras de outros atributos elogiosos. Em vez disso, compete à CVM proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado, bem como assegurar o acesso do público a informações corretas, claras e completas sobre os valores mobiliários negociados, disponíveis a todos igualmente.

[...]

Para essa finalidade, a transparência deve ser um compromisso de emissores e, para além deles, na medida do possível, deve também ser buscada e valorizada por todos os integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários nas suas respectivas atividades.⁸

Como exposto, não cabe ao regulador definir quais ativos são bons ou ruins e quais podem ou não ser vendidos, mas sim fazer com que um completo e adequado volume de informações chegue àquelas que são convidados a comprar valores mobiliários⁹. E a forma pela qual se busca garantir o amplo acesso dessas informações é por meio da determinação da necessidade de registro para que o regulador possa avaliar se o conjunto de informações prestadas é suficiente - portanto, sem adentrar no mérito de as informações serem boas ou ruins.

8 CVM. Parecer de Orientação nº 40, de 11 de outubro de 2021. Dispõe sobre normas e procedimentos para o reconhecimento e divulgação de informações ESG no mercado de capitais brasileiro. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html>. Acesso em: 10 mai. 2026.

9 LOSS, Louis. O papel do governo na proteção dos investidores. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, v. 26, n. 2, p. 51-60, 1986.

Contudo, o procedimento para obter o mencionado registro é, por certo, mais rígido e custoso do que seria uma oferta privada de valores mobiliários¹⁰. Assim, um conceito de oferta pública demasiadamente amplo pode limitar o potencial do mercado, pois agentes privados ficariam receosos de que mesmo ofertas de baixo potencial de dano ao mercado poderiam estar sujeitas ao registro na visão do regulador, pois estariam sujeitos à sanções administrativas e penais pela infração de oferta irregular.

Logo, este trabalho visa estudar o que constitui um ato de distribuição pública e as normas brasileiras que os acompanham.

1. Evolução Histórico Normativo.

1.1. Lei 6.385/76 e Lei 6.404/76.

Com a edição da Lei 6.385 em 1976, o normativo, além de criar a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), atribuiu suas respectivas competências. Dentre elas, a função de expedir normas para a emissão pública de valores mobiliários. Em paralelo, conforme constava no parágrafo único da art. 4º da Lei 6.404/76 (depois alterado para §1º pela Lei 10.303/01), nenhuma oferta pública de valores mobiliários pode ser realizada sem prévio registro na CVM.

O §1º do art. 19 da Lei 6.385, a seu turno, dispõe que são atos de distribuição pública, sujeitos à norma do dispositivo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas. Segundo a Exposição de Motivos da Lei 6.385,

10 YAZBEK, Otávio. *Em Busca de um Regime para os Private Placements no Brasil – Ofertas Públicas, Ofertas Privadas e Ofertas Públicas Distribuídas com Esforços Restritos*. In: BOTREL, Sérgio. BARBOSA, Henrique (Coord.). *Finanças Corporativas: Aspectos Jurídicos e Estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016. p. 176.

é objetivo do art. 19, “*obrigar a companhia emissora a revelar ao mercado fatos relativos a sua situação econômica e financeira, possibilitando aos investidores uma avaliação correta dos títulos oferecidos*”.

Ainda nos termos da Exposição de Motivos, “[*n*]ão se aplica essa norma à emissão particular, como é o caso da emissão negociada com um grupo reduzido de investidores, que tenham acesso ao tipo de informação que o registro visa a divulgar”.

Em seguida, os incisos do §3º listam exemplos de características de emissão pública, são eles, (i) a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; (ii) a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; e (iii) a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação. Diz-se que são exemplificativos pois o inciso I do §5º determina como competência da CVM definir outras situações que configurem emissão pública.

Observa-se, dessa forma, que oferta pública se constitui como uma série de circunstâncias que, mesmo sem intenção (ou até mesmo se previsto em contrário¹¹), podem vir a configurá-la.¹²

Há, portanto, um tipo aberto sobre o conceito de “oferta pública” e “atos de distribuição pública” que não são definidos de forma peremptória sobre o que se tratam. Destaco, nesse sentido, um trecho de voto do Diretor Gustavo Gonzalez sobre a matéria:

11 À exemplo, no âmbito do PAS CVM nº 19957.007963/2020-15, o Colegiado da CVM entendeu haver oferta pública de debêntures da Fenice com base nos atos de distribuição empregados, ainda que a escritura da emissão dispusesse que seria uma oferta privada e o representante de emissora tenha alegado se tratar de uma oferta de esforços restritos. CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007963/2020-15. Relator: Diretor João Accioly. Julgado em: 10 set. 2024.

12 KOLOUBOFF, Daniel Coachman. O panorama da regulamentação de criptomoedas no Brasil. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 105, ano 27. p. 20, jul./set. 2024.

3. Os conceitos de valor mobiliário e de oferta pública previstos na Lei nº 6.385/1976 têm caráter instrumental – não são fins em si mesmos e servem, sobretudo, para identificar operações que devem estar sujeitas à regulação mobiliária e, mais especificamente, à supervisão da CVM. São, em essência, critérios para identificar ativos e negócios que devem necessariamente estar sujeitos a um regime jurídico específico: o direito dos valores mobiliários.¹³

1.2. Instrução CVM 400/03 e Pareceres de Orientação CVM nº 32 e 33 de 2005.

Com a popularização da internet no início dos anos 2000, tornou-se necessária uma atualização da listagem de caracterizadores da oferta pública, pelo que se editou, portanto, a Instrução CVM nº 400/2003¹⁴ (“ICVM 400”). Fazendo jus à sua competência, a CVM, por meio do art. 3º da norma, buscou conceituar oferta pública e basicamente replicou em seu caput o §1º do art. 19 da Lei 6.385, porém, atribuiu a necessidade de constar algum dos elementos listados nos incisos, que se assemelham em grande parte aos da lei. Em suma, houve algumas adaptações no inciso II¹⁵ e a inclusão do inciso IV,¹⁶

13 CVM. Processos Administrativos nº 19957.007194/2017-50 e nº 19957.007197/2017-93. Relator: Diretor João Accioly. Julgados em: 9 jul. 2024.

14 Antes da referida Instrução, havia ainda a Instrução CVM nº 296/98 que tratava da emissão pública de Contratos de Investimento Coletivo, e a Instrução CVM nº 9/80 que possuía alguns dispositivos sobre, porém nenhum deles inovava o que já trazia a Lei 6.385/76.

15 “II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;”

justamente no objetivo de contemplar as inovações tecnológicas da época.

Além disso, no ano de 2005 a foi divulgado o Parecer de Orientação CVM nº 32 que dispôs acerca do uso da Internet em ofertas de valores mobiliários. Segundo o parecer, o uso da Internet como meio para divulgar a oferta de valores mobiliários caracteriza tal oferta, via de regra, como pública, nos termos do inciso III do § 3º do art. 19 da Lei 6.385, uma vez que a Internet permite o acesso indiscriminado às informações divulgadas por seu intermédio.¹⁷

Conjuntamente, foi divulgado ainda o Parecer de Orientação CVM nº 33 e um de seus objetivos era explicitar o entendimento da CVM relativo à caracterização de uma oferta de valores mobiliários como pública no Brasil quando a emissora dos valores mobiliários está localizada em outra jurisdição. Segundo o parecer, para que uma oferta de distribuição de valores mobiliários emitidos no exterior se caracterize como pública no Brasil é necessário que seja utilizado um dos meios de comunicação previstos no art. 19, §3º da Lei 6.385, além disso, não basta a utilização do meio de comunicação elencado no dispositivo citado, mas que esse meio de comunicação seja utilizado com o propósito de atingir o público em geral residente no Brasil. A definição de público em geral utilizada no parecer era a mesma do art. 3º, §1º da ICVM 400 (uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora). Por fim, em linha com o Parecer de Orientação nº 32, o nº 33 esclarece que também pode caracterizar

16 “IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscricção ou alienação de valores mobiliários.”

17 Para um aprofundamento maior na discussão entre uma possível assincronia entre a ICVM 400/03 e o Parecer de Orientação nº 32/05, faça a mesma referência da nota de rodapé 9.

a oferta como pública, mesmo quando inexistente intenção de atingir o público em geral residente no Brasil, a utilização de quaisquer meios de comunicação, desde que eles permitam atingir esse público e as cautelas devidas para que isso não ocorra deixem de ser tomadas.

Desses instrumentos, denota-se, portanto, que para se considerar uma oferta como pública, ela depende dos atos de distribuição utilizados na emissão, sendo necessário haver ao menos um daqueles listados nos incisos I a IV da ICVM 400. No entanto, faz-se necessário uma ressalva em relação a essa aplicabilidade bem apontada pelo professor Nelson Eizirik nos seguintes termos:

[A] caracterização de determinada oferta como pública deve levar em conta outros fatores, e não apenas a presença dos meios objetivos mencionados na Lei 6.385/1976 e na Instrução CVM nº 400/2003. Com efeito, a interpretação literal de tais dispositivos poderia levar a situações absurdas, como seria o caso de se considerar como colocação pública uma operação de compra e venda de ações realizadas entre dois particulares, apenas porque ela foi concretizada no escritório, aberto ao público, de uma instituição financeira. [...]

Conforme anteriormente referido, a oferta pública caracteriza-se, em síntese, por ser dirigida à generalidade de indivíduos, ou seja, por ser direcionada a pessoas indeterminadas, não individualizadas.¹⁸

Não há, porém, qualquer tentativa de conceituação definitiva acerca de oferta pública ou até mesmo o que seria seu antônimo que poderia trazer uma resposta.¹⁹ Contudo, com fulcro no §1º do art. 3º

18 EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 216-217.

da ICVM 400,²⁰ era possível inferir com base na ressalva do dispositivo que uma oferta privada era aquela direcionada para um grupo de pessoas que mantenha relação prévia, podendo ser comercial, creditícia, societária ou trabalhista com a emissora.²¹

1.3. Resolução CVM nº 160/22.

Transcorridos quase 17 anos dessa última manifestação, foi-se editada a Resolução CVM 160, de 13 de julho de 2022 (“RCVM 160”), que revogou a ICVM 400 e atualmente regula as distribuições públicas de valores mobiliários.

A RCVM 160, por meio do caput do art. 3º, conceituou o que trata uma oferta pública de forma mais detalhada do que a Lei 6.385 e, diferentemente da ICVM 400, não limitou sua configuração a presença de elementos específicos, pois os incisos que compõem o §1º do dispositivo são manifestadamente exemplificativos.²²

19 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 1 – 3ª ed. – Artigos 1º a 79. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 73.

20 “§1º Para efeito desta Instrução, considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora.”

21 EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 220.

22 Íntegra do dispositivo:

Art. 3º Configura oferta pública de distribuição o ato de comunicação oriundo do ofertante, do emissor, quando este não for o ofertante, ou ainda de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições intermediárias, disseminado por qualquer meio ou forma que permita o alcance de diversos destinatários, e cujo conteúdo e contexto representem tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários, ressalvado o disposto no art. 8º.

§ 1º Sem prejuízo de outros atos que se enquadrem no *caput*, são exemplos que caracterizam uma oferta como pública:

I – a utilização de material publicitário dirigido ao público investidor em geral;

ICVM400	RCVM160
<p>Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos: [...]</p> <p>§1º Para efeito desta Instrução, considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora.</p>	<p>Art. 3º Configura oferta pública de distribuição o ato de comunicação oriundo do ofertante, do emissor, quando este não for o ofertante, ou ainda de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições intermediárias, disseminado por qualquer meio ou forma que permita o alcance de diversos destinatários, e cujo conteúdo e contexto representem tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários, ressalvado o disposto no art. 8º.</p> <p>§ 1º Sem prejuízo de outros atos que se enquadrem no caput, são exemplos que caracterizam uma oferta como pública: [...]</p>

Depreende-se, do caput do art. 3º, que para uma oferta ser considerada como pública, é necessário haver atos de distribuição com duas características, (i) a disseminação por qualquer meio ou forma que permita o alcance de diversos destinatários, e (ii) cujo con-

II – a procura, no todo ou em parte, de investidores indeterminados para os valores mobiliários, por meio de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições participantes do consórcio de distribuição;

III – a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a potenciais subscritores ou adquirentes indeterminados, ressalvada a hipótese prevista no art. 6º;

IV – a negociação feita em loja, escritório, estabelecimento aberto ao público, página na rede mundial de computadores, rede social ou aplicativo, destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; e

V – a prática de quaisquer atos descritos nos incisos II a IV, ainda que os destinatários da comunicação sejam individualmente identificados, quando resultante de comunicação padronizada e massificada.

§ 2º É considerada pública a oferta que venha a obter registro junto à CVM nos termos desta Resolução.

§ 3º Os princípios, requisitos, permissões e vedações relativos aos atos de comunicação sobre uma oferta, os valores mobiliários, o emissor e o ofertante estão elencados no Capítulo III desta norma.

teúdo e contexto representem tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários.

No entanto, o conceito de oferta pública permanece aberto, sem oferecer uma distinção específica para tal, mas sim uma enumeração de eventos que, uma vez constatados, podem caracterizar o lançamento de uma oferta pública.²³

2. Oferta Pública X Oferta Privada.

Como já adiantado, segundo a RCVM 160, a oferta pública se caracteriza pela presença de atos de distribuição com duas características, (i) a disseminação por qualquer meio ou forma que permita o alcance de diversos destinatários, e (ii) cujo conteúdo e contexto representem tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários.

A primeira diferenciação relevante acerca das ofertas privadas trata do fato de que as emissões privadas independem de captação pública, logo não atraem a competência da CVM. No entanto, não há conceituação específica em lei sobre o que se tratam, o que torna particularmente desafiador delinear os contornos que distinguem as ofertas privadas das públicas. Até a revogação da ICVM 400, era possível inferir com base no art. 3º, §1º, como aquela direcionada para um grupo de pessoas que mantenha relação prévia, podendo ser comercial, creditícia, societária ou trabalhista com a emissora. Entretanto, apesar de diversos comentários de participantes do mercado pedindo pela manutenção do conceito, o dispositivo em questão não foi replicado na vigente RCVM 160, e o Relatório da Audiência Pública trouxe as seguintes razões para tanto:

23 PARENTE, Norma Jonssen. *Mercado de Capitais*. In: CARVALHOSA. Modesto (Coord.). *Tratado de Direito Empresarial*, v. 6. São Paulo: Thomson Reuters, 2022. p. 568-567.

A busca por investidores indeterminados é condição suficiente, mas não necessária, na caracterização de uma oferta como pública. Neste sentido, a depender de outros fatores, uma oferta pode ser considerada pública mesmo que dirigida a um conjunto de investidores determinados – por exemplo, nos casos em que um elevado número de investidores é objeto do esforço de venda e a relação entre esses investidores é tênue ou circunstancial, decorrente apenas do fato de formarem a base de clientes de um mesmo intermediário.

Ademais, conforme já mencionado, a tentativa de enumerar espécies de relacionamento prévio entre o ofertante e os investidores, a fim de estabelecer que se trata de um público determinado e com isso afastar a caracterização de oferta pública, dá margem a mais dúvidas do que é capaz de sanar. Afinal, nem toda relação prévia comercial, creditícia, trabalhista ou de qualquer outra natureza é bastante para afastar, isoladamente e em qualquer caso, o caráter público de determinada oferta. Uma oferta não deixa de ser pública apenas por limitar o tipo de investidor que dela pode participar, como, inclusive, a CVM já se posicionou sobre a matéria em diversas decisões, que continuam sendo balizadores importantes para a compreensão da questão.²⁴

Segundo o edital da Audiência Pública, apesar da remoção do conceito, foi criada uma seção sobre ofertas não sujeitas à regulamentação que enumeraria diversas situações que poderiam causar dúvidas sobre a necessidade ou não de registro junto à CVM e ficariam expressamente dispensadas de tal registro, constituindo, assim, um “*safe harbor*”.

24 Relatório de Audiência Pública SDM 02/21.

Nesse sentido, o conjunto de hipótese de *safe harbor* consiste em situações fáticas em que a oferta de valores mobiliários seria presumidamente privada, segundo a interpretação da CVM, e se mostraria benéfica para os agentes do mercado - que muitas vezes recorrem ao regime das ofertas públicas por terem dúvidas sobre o adequado enquadramento da oferta – pois poderiam realizar ofertas privadas de forma segura e menos onerosa, uma vez que deixariam de incorrer, nas situações reconhecidas pela CVM, nos custos e nos riscos legais associados às ofertas públicas de valores mobiliários.²⁵

Contudo, é insuficiente a solução regulatória trazida para a segurança jurídica necessária para o tema. De fato, a inclusão da seção soluciona algumas situações, mas não trata de outra infinidade de situações, motivo pelo qual o conceito aberto antes trazido, ainda que passível de críticas e sujeito a aprimoramentos, garantia maior segurança jurídica do que o modelo atual. Além disso, o “*safe harbor*” apontado pelo edital é demasiadamente específico quando comparado aos adotados em outros países com critérios objetivos de (des)caracterização de oferta pública,²⁶ o que, em parte, inutiliza a medida.

25 CVM. Processo nº 19957.003689/2017-18. Relator: Diretor Pablo Renteria. Decidido em: 30 out. 2018. Outro benefício apontado pelo diretor no caso em questão foi o fato de que tal medida ajudaria a CVM na fiscalização das ofertas privadas que são realizadas como se fossem públicas para atingir fins ilícitos pelo fato de que a realização de uma oferta pública em uma das situações de *safe harbor* previstas na regulamentação tornaria mais fácil o escrutínio dos objetivos que motivaram a adoção da forma pública de distribuição dos valores mobiliários.

26 Na Inglaterra, por exemplo, é estabelecido que não existe oferta pública (i) se os valores mobiliários forem oferecidos a no máximo 100 pessoas que não sejam investidores qualificados; (ii) se a oferta é dirigida apenas a investidores qualificados; e (iii) quando a contraprestação total para os valores mobiliários oferecidos não excede a 100.000 euros. Já no EUA, é isenta de registro perante a SEC qualquer oferta de valores mobiliários em que o número de aquisições realizadas por investidores não qualificados seja inferior a 35, desde que a companhia não se utilize de meios de divulgação ao público em geral.

EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 210 e 214.

2.1. Características das Ofertas Públicas.

Apesar de não estar diretamente previsto em lei, há uma construção doutrinária de que seria possível reunir critérios objetivos e subjetivos capazes de caracterizar uma oferta como pública. Segundo leciona Norma Parente,

Os critérios objetivos dizem respeito aos meios pelos quais a oferta é realizada, ou seja, levam em conta apenas o conjunto de atos realizados pelo ofertante no processo de lançamento da oferta. Os critérios subjetivos, por outro lado, tratam do alcance da oferta e da qualificação de seus destinatários, a fim de garantir que estes terão informações disponíveis suficientes para fundamentar sua decisão de aderir ou não à oferta.

Nesse contexto, é de entendimento de parte da doutrina que, para caracterizar uma oferta como pública, privilegia-se a presença dos critérios subjetivos, isto é, se há uma indeterminação dos destinatários, a qualificação dos investidores e a disposição das informações necessárias a uma decisão consciente de investimento.²⁷ O que não significa, todavia, que os critérios objetivos devam ser ignorados, mas apenas que eles não podem ser considerados isoladamente. Dessa forma, para essa corrente, a caracterização da oferta como pública pode ser descartada nas hipóteses em que (i) forem comprovados a capacidade e conhecimento dos destinatários para tomar, de maneira fundamentada, a decisão de aderir ou não à oferta; e/ou (ii) caso a oferta seja dirigida a um número certo de destinatários que mantenham relações estreitas e habituais com a emissora, tais como sócios, empregados e investidores usuais, não será considerada dirigida ao público em geral.²⁸

27 EIZIRIK, Nelson. Caracterização jurídica da emissão pública de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 83, p. 55-61, jul./set. 1991; PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de capitais. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). Tratado de Direito Empresarial. v. 6. São Paulo: Thomson Reuters, 2022. p. 569.

28 PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de capitais. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). *Tra-*

Contudo, há posições doutrinárias que entendem em sentido diverso. Otávio Yazbek, por exemplo, embora também entenda pela conclusão de que os critérios subjetivos são privilegiados em relação aos objetivos, diverge em relação ao que compõe os critérios objetivos. Nesse sentido, para Yazbek, “não importa tanto a qualificação destes [destinatários da oferta], mas muito mais a sua indeterminação de início, a sua pertinência a um ‘público em geral’ ou a um ‘público-alvo’”.²⁹

Gabriel Buschinelli, por sua vez, afirma que a interpretação que considera uma oferta como privada por conta de critérios subjetivos (em seu entender, relativos à qualificação do investidor ou acesso a informação), não encontra amparo no texto da lei pois ela não se refere à qualificação ou ao grau de informações de que os investidores dispõem. Esses fatores poderiam apenas justificar eventual dispensa de registro ou de alguns de seus requisitos, mas não afastar a natureza da oferta como pública.³⁰

No âmbito dos precedentes administrativos, é pacífico o entendimento da CVM em considerar tanto os elementos objetivos quanto os subjetivos para a caracterização de oferta pública, privilegiando a indeterminação (ou não) dos investidores que tiveram acesso a oferta. À exemplo, um trecho do voto de Diretor Daniel Maeda em precedente recente:

23. Nesse sentido, destaco que não basta o mero enquadramento objetivo de determinada situação aos incisos do artigo 3º da ICVM 400 para ca-

tado de Direito Empresarial. v. 6. São Paulo: Thomson Reuters, 2022. p. 569.

29 YAZBEK, Otávio. Em busca de um regime para os private placements no Brasil: ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas públicas distribuídas com esforços restritos. *In*: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (Coord.). *Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016. p. 176.

30 BUSCHINELLI, Gabriel. Art. 19. *In*: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 384-386.

racterizar uma oferta como pública, afinal, o fator determinante para tal é, em verdade, o fato de “ser dirigida à generalidade de indivíduos, ou seja, por ser direcionada a pessoas indeterminadas, não individualizadas”. (nota de rodapé omitida).³¹

Vale ressaltar, contudo, que as discussões doutrinárias acima expostas, foram, em sua maioria (excetua-se o trecho de Norma Parente), travadas ainda quando vigente a ICVM 400, e não abordam o novo texto legal trazido pela RCVM 160.

Nesse sentido, considero como mais adequada à ICVM 400 a interpretação empregada por Otavio Yazbek. Apesar de não constar no caput do art. 3º da ICVM 400 qualquer alusão à indeterminação dos destinatários da oferta, ele impõe a necessidade de constar algum dos elementos descritos nos incisos, que, por sua vez, trazem o critério subjetivo relacionado ao público em geral, mas não fazem qualquer menção ao grau de conhecimento dos investidores.³²

Contudo, por meio da RCVM 160, os critérios objetivos tomaram mais força e passaram ser privilegiados em detrimento dos critérios subjetivos. Como observado do caput do art. 3º, o que é necessário para caracterizar a oferta pública é pautado em características objetivas, isto é, (i) a disseminação por qualquer meio ou forma que permita o alcance de diversos destinatários, e (ii) cujo conteúdo e contexto representem tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários.

31 CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007114/2022-23. Relator: Diretor Daniel Maeda. Julgado em: 15 out. 2024.

32 Vale destacar, contudo, que por meio da Instrução CVM nº 476, a CVM estabeleceu a possibilidade de fazer uma “oferta pública de esforços restritos” que é direcionada para uma quantidade específica de investidores com determinado grau de qualificação (investidores profissionais ou qualificados) o que, para alguns autores, indicaria que a caracterização de determinada oferta como pública leva em conta fatores relacionados ao indivíduo ofertado, em especial o grau de relação desse com o mercado.

Apesar de todos os incisos do referido dispositivo manterem termos como “investidores indeterminados”, “público em geral” e “adquirentes ou subscritores indeterminados”, ao indicar que as situações ali elencadas são exemplificativas, há um grau de discricionariedade para considerar que poderia haver outros casos em que não necessariamente se levaria em consideração a indeterminação desses sujeitos. A justificativa apresentada no relatório de audiência pública de que “[a] busca por investidores indeterminados é condição suficiente, mas não necessária, na caracterização de uma oferta como pública”, deixa clara a adoção dessa nova interpretação, mas é apenas parcialmente verídica.

O trecho acima é, provavelmente, pautado em decisão do Colegiado da CVM que decidiu haver oferta pública num caso que tratava da negociação por um banco emissor de cédulas de debêntures com seus clientes.³³ Na ocasião, a Diretora Maria Helena Santana entendeu que “a relação entre os bancos e seus clientes (relação geralmente de massa) não traduz a prévia relação comercial de que trata o art. 3º, §1º, da mesma ICVM 400, cuja aplicação parece exigir maior proximidade comercial entre emissor e tomador de títulos”.

Embora sejam, em certo grau, determinados os sujeitos destinatários da oferta, ainda assim ela é considerada como pública em função da ausência de filtro em relação a quem poderia acessar o investimento. O mesmo ocorre em diversos outros casos julgados pela CVM em que acusados de oferta irregular alegam não haver distribuição pública pelo fato de haver a necessidade de cadastro no site da ofertante.³⁴ Essa medida, porém, não afasta o caráter público de uma oferta pois ela simplesmente adiciona mais uma etapa para que qualquer pessoa interessada possa participar do negócio oferecido,

33 CVM. Processo Administrativo nº RJ2006/8566. Relatora: Diretora Maria Helena Santana. Julgado em: 26 fev. 2007.

34 CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.006440/2021-32. Relator: Presidente João Pedro Nascimento. Julgado em: 13 ago. 2024; CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007114/2022-23. Relator: Diretor Daniel Maeda. Julgado em: 15 out. 2024.

ou seja, não constitui um filtro capaz de restringir a adesão indiscriminada de potenciais investidores.

No entanto, importa esclarecer que esse entendimento não é contrário a ideia de indeterminação dos destinatários da oferta, afinal, em linha com os Pareceres de Orientação 32 e 33, havia divulgação por meio que permitisse o acesso do público em geral, e o suposto meio empregado para restringir o acesso às informações nada restringia.

Portanto, a nova opção regulatória busca matar um mosquito com um tiro de canhão e acaba na contramão da evolução verificada na ICVM 400, em que a caracterização de determinada oferta como pública passou a levar em conta fatores relacionados à individualização dos destinatários da oferta. O novo conceito, dessa forma, abre margem para mais críticas acerca de um possível alargamento extensivo para a caracterização de ofertas públicas bem como eventuais conflitos com legislações estrangeiras. Veja-se, por exemplo, a seguinte situação hipotética:

Uma sociedade empresária japonesa deseja fazer uma oferta pública de valores mobiliários e, para tanto, obtém o devido registro junto ao regulador competente. Ao elaborar seu site, cujo domínio é no Japão, apresenta as informações dos ativos em japonês e inglês, mas não inclui nenhum mecanismo de restrição de acesso para outros países – o que inclui o Brasil. Dessa forma, considerando entendimento da CVM de que o fato de as informações constarem em língua estrangeira não impede a caracterização de oferta pública no país, bem como a nova interpretação dada pela RCVM 160, nada impediria que a CVM entendesse que o site no Japão, em japonês e para japoneses, pudesse ser considerado como uma oferta pública no Brasil. Afinal, por não ter medidas restritivas ao público brasileiro, o site acaba se enquadrando como uma (i) disseminação por meio que permite o alcance de diversos destinatários, e (ii) cujo conteúdo e contexto representam tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários.

Assim, diferenciar a oferta pública da privada tornou-se mais difícil e menos eficiente. É relevante, dessa forma, delimitar o que significa, na prática, “perder o protagonismo”? Conforme já abordado, segundo a corrente adotada por Eizirik, privilegiar os elementos subjetivos em detrimento dos elementos objetivos significa que os elementos objetivos não poderiam ser considerados isoladamente. Dessa forma, alterada essa premissa, passa a ser possível aferir a publicidade da oferta com base em elementos objetivos tomados isoladamente. Em termos práticos, ora bastarão indícios objetivos, ora bastará a finalidade e o modo de condução revelados por elementos subjetivos, cada qual analisado por sua própria força probatória, sem hierarquia apriorística, pois, como assinala o Relatório de Audiência Pública da RCVM 160, a busca por investidores indeterminados – critério subjetivo - é condição *suficiente* – ou seja, pode ser considerada isoladamente -, mas não necessária para caracterizar a oferta como pública. Logo, os elementos subjetivos deixam de condicionar a leitura dos objetivos e ambos passam a operar como critérios autônomos e, alternativamente, suficientes, permitindo ao intérprete qualificar a oferta como pública mesmo na ausência da indeterminação do público-alvo.

Em suma, com a ICVM 400 podia haver as seguintes hipóteses: (i) se determinada oferta tiver os aspectos objetivo e subjetivo, há oferta pública; (ii) se determinada oferta tiver o aspecto objetivo, mas não o subjetivo, não há oferta pública; (iii) se há o aspecto subjetivo, mas não o objetivo, ainda há oferta pública; e (iv) não havendo nem o objetivo, nem o subjetivo, não há oferta pública.

Com a RCVM 160, (i) havendo elementos objetivos e subjetivos, por óbvio, se configura a oferta pública; (ii) se houver o aspecto objetivo, mas não o subjetivo, há oferta pública; (iii) se estiver presente o subjetivo, mas não o objetivo, também há oferta pública; e (iv) apenas quando não estiver presente nem o objetivo, nem o subjetivo que certamente não haverá oferta pública.

3. Atos de Distribuição Pública.

Como observado, os atos de distribuição empregados exercem relevante papel quando da determinação da espécie de oferta. Na atual RCVM 160, seis incisos exemplificam atos de distribuição que configuram a oferta como pública, são eles:

I – a utilização de material publicitário dirigido ao público investidor em geral;

II – a procura, no todo ou em parte, de investidores indeterminados para os valores mobiliários, por meio de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições participantes do consórcio de distribuição;

III – a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a potenciais subscritores ou adquirentes indeterminados, ressalvada a hipótese prevista no art. 6º;

IV – a negociação feita em loja, escritório, estabelecimento aberto ao público, página na rede mundial de computadores, rede social ou aplicativo, destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; e

V – a prática de quaisquer atos descritos nos incisos II a IV, ainda que os destinatários da comunicação sejam individualmente identificados, quando resultante de comunicação padronizada e massificada.

Além disso, o art. 4º também traz outro relevante aspecto para a caracterização de oferta pública em âmbito nacional. Preceitua o dispositivo que toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários, cujos destinatários sejam investidores residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deve ser submetida previamente a registro ou objeto de dispensa junto à CVM.

Em razão da dificuldade em comprovar o intuito do ofertante, a finalidade específica referida é presumida a partir da constatação da utilização de meios de comunicação que tenham potencial de atingir o público investidor brasileiro em geral sem que as devidas cautelas para evitar que isso venha a ocorrer tenham sido adotadas tempestivamente³⁵.

Dessa forma, passo a abordar alguns casos inusitados que fogem do rol exemplificativo da RCVM 160 e ainda assim foram considerados como oferta pública.

3.1. Eike Token (\$EIKE).

Em 01/04/2025, a CVM deliberou pela Stop Order dos Eike Tokens (\$EIKE), que consistiam numa criptomoeda lançada por Eike Batista com o objetivo de financiar a expansão da “supercana”³⁶. Em que pese o domínio do site de divulgação do token e a comunicação dele tenha sido feita em língua estrangeira, ainda assim a CVM entendeu haver atividades de oferta de valores mobiliários, ao público residente no Brasil.

No caso, porém, entendeu-se que a oferta não era de todo irregular e foram ressaltados os atos de entendidos como de distribuição pública na Deliberação, quais sejam, “a realização de eventos abertos ao público em território nacional e publicações dirigidas ao público brasileiro em redes sociais, que representem tentativa de despertar o interesse ou prospectar residentes no País”³⁷.

35 FERREIRA, Tiago Molina. Oferta pública de distribuição de valores mobiliários: o regime de registro obrigatório e hipóteses de dispensa. Dissertação de Mestrado em Direito Comercial – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2018. Orientadora: Juliana Krueger Pela.

36 <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/eike-batista-lanca-criptomoeda-para-financiar-expansao-da-supercana/>

37 Deliberação CVM nº 898.

Em suma, houve notórios atos de distribuição pública no Brasil, sendo eles um evento no dia 25/2 realizado no Rio de Janeiro com grande repercussão midiática, que fez com que a oferta do *token* fosse divulgada amplamente para o público brasileiro³⁸, e algumas manifestações de Eike no X (antigo Twitter). Sobre as redes sociais, importa esclarecer que elas constam no site do token como meio de comunicação oficial, o que efetivamente vincula as alegações nas redes do indivíduo ao lançamento da oferta³⁹. Dessa forma, bastaria aos distribuidores do token tomar medidas efetivas para impedir que investidores residentes do Brasil tenham acesso ao conteúdo da referida página, como o bloqueio geográfico (“*geoblocking*”) da página para endereços de protocolo de internet (IP) localizados no Brasil.

Dessa forma, observa-se que, apesar de existirem entendimentos da CVM de que o uso da língua inglesa não é uma medida suficiente para afastar investidores brasileiros, tampouco se pode dizer que tão somente o uso da internet com publicações em língua inglesa é apto para configurar oferta irregular no Brasil. Além disso, embora seja um fortíssimo indício, a própria existência de sites com versão em português não configura automaticamente uma oferta pública no Brasil, afinal, a adoção de algumas medidas prévias pode descaracterizar a oferta pública.

Nesse sentido, dispõe o Parecer de Orientação nº 32 que “medidas efetivas tomadas pelo patrocinador da página da Internet – *information provider* - para impedir que o público em geral tenha acesso ao conteúdo da página” podem desconfigurar uma oferta pública. Em paralelo, o art. 3º da RCVM 160 traz também relevante condicionante ao ato de comunicação por estabelecer que seja “disseminado por qualquer meio ou forma *que permita o alcance de diversos destinatários*”.

38 <https://valor.globo.com/financas/criptomoedas/noticia/2025/02/25/em-reaparicao-eike-bat-ista-lanca-cripto-eike-lastreada-em-projeto-de-supercana.ghtml>

39 <https://eiketoken.com/>

3.2. Caso GPX.

O caso GPX trata de um PAS instaurado contra a GPX Participações e seu administrador, para apurar a realização de oferta pública irregular, quando ainda vigente a ICVM 400. O investimento em questão visava a captação de R\$ 3.250.000,00 para um empreendimento imobiliário e contou com um total de 16 (dezesesseis) investidores captados.⁴⁰

Apesar da pequena quantidade de investidores, a CVM entendeu haver oferta pública e rechaçou a alegação da defesa de que se tratava de uma captação privada ou Family and Friends. Concluiu-se, no caso, que o caráter público estava preenchido, visto que a GPX se valeu da utilização de material de publicidade por meio eletrônico em seu website, que continha mensagens de captação acessíveis ao público em geral, e, de forma fundamental, pela atuação de Agente Autônomo de Investimento para indicação do investimento perante público indeterminado.

Em relação ao website do investimento, a caracterização da oferta pública é especialmente caracterizável com base no texto da atual RCVM 160, pelo fato de o uso do website, ainda que ausente outras formas de divulgação, *permitir* o alcance de diversos destinatários.

Com relação ao segundo ponto, no entender do Il. Relato, o fato de a denúncia ter se originado de um investidor que acessou a oportunidade de investimento via AAI tornou incontroverso o caráter público da oferta, pois demonstrou a prospecção de investidores sem relação prévia e a utilização do sistema de distribuição de valores mobiliários, elementos objetivos previstos na regulamentação, o que também preencheria tanto o aspecto formal quanto o subjetivo da oferta pública.

40 CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007114/2022-23. Relator: Diretor Daniel Maeda. Julgado em: 15 out. 2024.

3.3. Caso Objetiva e Caso Unick.

No PAS CVM nº 19957.006440/2021-32,⁴¹ a Objetiva adotava uma política denominada “marketing de defensores”, por meio da qual os sócios atuais eram ativamente incentivados a angariar novos sócios para a SCP, mediante promessa de remuneração de 0,5% sobre os valores aportados pelos indicados.

Em sede de defesa, sustentou-se que o mecanismo de adesão de sócios não prejudicaria a personalidade inerente às SCPs, uma vez que a sua indicação por sócios participantes era um requisito para ingresso no quadro social da SCP. Assim, seria mantido o caráter de relação estreita e habitual, uma vez que a divulgação se limitaria a “integrantes do círculo íntimo de sócios ocultos pré-existentes”.

De forma semelhante, no Caso Unick⁴² a atuação dos acusados se dava, principalmente, por meio da internet e por meio do chamado “marketing de rede”. Em suma, os investidores eram atraídos por propagandas divulgadas em websites e em redes sociais, bem como por indicações de outros investidores, que seriam remunerados conforme o número de pessoas indicadas e os aportes investidos.

Em ambos os casos o Colegiado da CVM entendeu que a estratégia adotada pelas acusadas se enquadrava como ato de distribuição pública pelo fato de serem formas de captação indiscriminadas, ou seja, que visavam o público em geral. Além disso, conforme mais aprofundado no Caso Objetiva, tampouco seria o caso de exclusão do conceito de “público em geral” por possuírem relação (i) prévia, (ii) estreita e (iii) habitual com a emissora pelo fato de que parte dos investidores alcançados pela oferta não possuíam qualquer vínculo com a ofertante.

Vale destacar, ainda, que o CRSFN julgou recurso em relação ao Caso Objetiva e manteve o entendimento da autarquia de que

41 CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.006440/2021-32. Relator: Presidente João Pedro Nascimento. Julgado em: 13 ago. 2024.

42 CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.000238/2019-82. Relator: Presidente Marcelo Barbosa. Julgado em: 8 dez. 2020.

houve oferta pública. Nos termos do Conselheiro Relator, Luiz Fernando Rolla:

A alegação da *Recorrente* de que não poderia ser responsabilizada por atos de terceiros não se sustenta diante do fato de que foi a própria sociedade quem implementou o mecanismo de captação por meio da indicação remunerada. Os sócios passaram a atuar, na prática, como verdadeiros agentes ou representantes da SCP, fazendo uso de blogs, redes sociais e outras mídias para propagar as vantagens do investimento.

Inclusive, há registro de que, ao se cadastrar no site da *Objetiva*, o novo usuário poderia selecionar como fonte de indicação um dos blogs publicamente disponíveis na internet – [...] –, o que evidencia que essa rede de divulgação não era alheia à atuação da sociedade, mas integrada à sua lógica de captação.

A existência de canais de divulgação amplamente acessíveis, sem qualquer controle efetivo, combinada com a política de incentivo financeiro à indicação, atrai a incidência direta do art. 3º, inciso II, da ICVM 400, e do art. 19, §3º, inciso II, da Lei nº 6.385/1976, que tratam da caracterização da distribuição pública de valores mobiliários.⁴³ (grifos originais) (nota de rodapé omitida)

3.4. Caso Avestruz Master.

Outro caso emblemático refere-se ao PAS CVM nº 23/04,⁴⁴ no

43 BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Processo nº 10372.000165/2024-92. Relator: Conselheiro Luiz Fernando Rolla. 493ª Sessão de Julgamento, realizada em 13 maio 2025. Disponível em: https://colaboragov.sei.gov.br/sei/publicacoes/controlador_publicacoes.php?acao=publicacao_visualizar&id_documento=57656017&id_organizacao_publicacao=7

44 CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 23/04. Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em: 28 set. 2006.

qual a Avestruz Master Agro Comercial Importação e Exportação Ltda., empresa goiana voltada à criação e comercialização de avestruzes, desenvolveu, a partir de 2003, uma série de contratos que, embora formalmente apresentados como compromissos de compra e venda de aves, contratos de hotelaria para criação ou, posteriormente, Cédulas de Produto Rural (CPRs), tinham em comum três características centrais:

- (i) Promessa de recompra futura das aves pela própria companhia ou por empresas ligadas (como o Abatedouro Struthio Gold), a preços previamente fixados;
- (ii) Rentabilidade garantida, implícita ou explícita, que variava entre 7% e 10% ao mês, chegando a ser apresentada sob a forma de tabelas de “lucratividade” e expectativas de retorno;
- (iii) Captação pulverizada da poupança popular, realizada por meio de rede própria de vendedores, publicidade em massa (incluindo anúncios televisivos) e uso de associações setoriais (como a ACRIAGO) para conferir aparência de legitimidade às cotações dos animais.

As inspeções realizadas pela CVM em diferentes filiais da Avestruz Master constataram que potenciais investidores eram abordados como em uma típica operação de distribuição pública: (i) recebiam material promocional, (ii) eram convidados a escolher “modalidades de investimento” (compra de aves com recompra futura assegurada) e, (iii) após o aporte, recebiam CPRs acompanhadas de certificados de “garantia de mercado”. Embora os instrumentos variassem, a essência era, em suma, a mesma: o público em geral era atraído para investir em um esquema de captação que dependia da expansão contínua da base de investidores para se sustentar.

Um dos elementos peculiares do caso está no objeto do investimento: aves vivas, apresentadas como oportunidade exótica e rentável. Formalmente, o investidor adquiria avestruzes com promessa de hotelaria (ou seja, criação terceirizada) e retorno certo, oriundo da

revenda futura a preço pré-definido. Em alguns contratos, havia ainda previsão de “lucro extra” com a venda dos filhotes. Na prática, contudo, a figura do animal servia apenas de fachada e o que se comercializava era um típico contrato de investimento coletivo, em que o rendimento dependia do esforço da companhia.

Assim, o Caso Avestruz Master demonstra que a qualificação jurídica de um ato de distribuição pública não depende do rótulo contratual ou do objeto material envolvido (sejam ações, debêntures ou até mesmo avestruzes).

Conclusão.

Ante o exposto, constata-se que o exame da evolução normativa sobre ofertas públicas no Brasil evidencia que o tema permanece cercado por tensões entre a necessidade de proteção ao investidor e a busca por eficiência do mercado de capitais. Desde a Lei nº 6.385/76 até a Resolução CVM nº 160/22, o legislador e o regulador oscilaram entre concepções mais abertas e mais restritivas, procurando equilibrar segurança jurídica, transparência e estímulo à captação de recursos.

A análise demonstra que a RCVM 160 representou um avanço ao consolidar regras, ampliar hipóteses de dispensa de registro e modernizar a disciplina dos atos de distribuição. Contudo, ao priorizar critérios predominantemente objetivos, a norma acabou por enfraquecer elementos subjetivos historicamente relevantes, como a indeterminação dos destinatários e a qualificação dos investidores. O resultado é uma definição que, embora mais clara em alguns pontos, ainda conserva elevada margem de ambiguidade.

Nesse sentido, a regulação brasileira caminha em um terreno de permanente tensão: de um lado, o dever de assegurar transparência e igualdade de acesso à informação; de outro, a necessidade de não sufocar iniciativas legítimas de financiamento privado com custos

regulatórios excessivos. A solução parece residir na calibragem contínua entre critérios objetivos e subjetivos, de modo a permitir que a CVM exerça sua função de supervisão sem comprometer a dinâmica natural de captação do mercado.

Em síntese, o desafio que se coloca é o de refinar a noção de oferta pública de forma que ela seja suficientemente ampla para garantir proteção aos investidores, mas não tão abrangente a ponto de inibir o desenvolvimento do mercado. Trata-se de uma tarefa em constante construção, que exigirá interpretação prudente da CVM e contribuição crítica da doutrina e da jurisprudência administrativa para que se alcance o equilíbrio adequado.

DIP FINANCING NO BRASIL: ESTUDO EMPÍRICO SOBRE OS CRITÉRIOS APLICADOS PELO JUDICIÁRIO BRASILEIRO PARA AUTORIZAR O FINANCIAMENTO DE EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL¹

DIP FINANCING IN BRAZIL: EMPIRICAL STUDY OF THE CRITERIA APPLIED BY BRAZILIAN JUDICIARY FOR AUTHORIZING FINANCING COMPANIES UNDER CHAPTER 11 PROCEEDING

*Igor Silvério de Carvalho Assis**

Resumo: O presente artigo tem por objetivo identificar e analisar os principais critérios aplicados pelo judiciário brasileiro ao julgar pedidos de autorização para o financiamento de empresas em recuperação judicial, nos termos dos arts. 69-A e seguintes da Lei nº 11.101/2005 (Lei de Recuperação Judicial e Falências). Para tanto, foi realizada uma pesquisa empírica, que contou com a análise de cinquenta decisões judiciais que versam sobre o tema, e seus resultados são apresentados e discutidos neste trabalho.

Palavras-chave: *DIP Financing*. Recuperação Judicial. Financiamento. Critérios.

Abstract: This paper aims to identify and analyze the main criteria applied by the Brazilian judiciary when ruling on requests for authorization to finance for companies undergoing Chapter 11 proceeding, pursuant to Articles 69-A and following of Law No. 11,101/2005 (Brazilian Bankruptcy Law). To this end, an empirical research was conducted, which include the analysis of fifty court decisions about the subject and the results of which are presented and discussed in this work.

¹ Artigo recebido em: 22/07/2025 e aceito em: 12.12.2025.

* Graduado em Direito pela Universidade de São Paulo (USP). Advogado. E-mail: inserir

Keywords: DIP Financing. Chapter 11 Proceeding. Financing. Criteria.

Sumário: Introdução. 1. Definição e desenvolvimento histórico do *DIP Financing*. 1.1. O que é *DIP Financing*? 1.2. Origem e evolução do Financiamento DIP nos Estados Unidos 1.3. Importação e evolução do DIP no Brasil. 2. Estudo Empírico: Os critérios adotados pelo judiciário para autorizar o *DIP Financing*. 2.1. Metodologia da Pesquisa. 2.2. Apresentação e análise dos resultados. Conclusão.

Introdução.

Neste artigo são apresentados os resultados de uma pesquisa empírica que investigou os principais critérios utilizados pelo Poder Judiciário ao decidir sobre pedidos de financiamento de empresas em recuperação judicial, em conformidade com os artigos 69-A e seguintes da Lei nº 11.101/2005 (Lei de Recuperação Judicial e Falências).

O artigo 69-A, que foi introduzido na legislação falimentar após a reforma empreendida em 2020 pela Lei nº 14.112/2020, concede ao juízo da recuperação a prerrogativa de autorizar a celebração de contratos de financiamento entre a recuperanda e o investidor DIP, com o objetivo de financiar as atividades da companhia durante a recuperação judicial, além de possibilitar o custeio das despesas decorrentes deste processo e assegurar a preservação do valor de seus ativos.

Entretanto, o legislador, ao inserir no texto legal novos artigos disciplinando o DIP, não explicitou quais os critérios e requisitos que deveriam balizar a decisão do juiz ao conceder ou não o financiamento. Logo, tal omissão atribui uma relevante discricionariedade ao magistrado, permitindo que este leve em consideração os parâmetros

que ele próprio julgar adequados para que haja a autorização do financiamento.

Portanto, a justificativa para a realização deste estudo reside na importância de se identificar e discutir os critérios que são aplicados na prática pelos tribunais ao deliberar sobre pedidos de autorização para o *DIP Financing*, com o objetivo de assegurar, tanto para a recuperanda, quanto aos seus investidores e credores, uma maior transparência e composição dos interesses de cada uma das partes envolvidas no processo.

1. Definição e desenvolvimento histórico do *DIP Financing*.

1.1. O que é *DIP Financing*?

Para abordar as regras e estruturas de financiamento de empresas em recuperação judicial, tanto a legislação, quanto a doutrina e a jurisprudência utilizam-se de diferentes expressões para referir-se à busca por recursos por parte de companhias em crise. “*Debtor-in-possession financing*”, “*DIP Financing*”, “*DIP Loan*”, “*DIP Lending*”, “*Distress Investing*” são alguns dos termos encontrados na literatura para conceituar a injeção de dinheiro novo nas empresas em recuperação judicial.²

Em síntese, podemos definir o *DIP Financing* e todos os seus demais termos sinônimos como sendo a modalidade de financiamento direcionada às sociedades que se encontram em recuperação judicial. Para estas sociedades, tal financiamento representa uma oportu-

2 Menções na literatura: ELAYAN, A. Fayez; MEYER, Thomas O. The impact of receiving debtor-in-possession financing on the probability of successful emergence and time spent under Chapter 11 bankruptcy. *Journal of Business Finance & Accounting*, set./out. 2001; ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; ALMEIDA, Thalita. DIP financing: o financiamento ao empresário em recuperação judicial à luz das alterações implementadas pela Lei nº 14.112/2020. *Revista Brasileira de Direito Empresarial*, 2021; SKEEL, David A. The past, present and future of debtor-in-possession financing. *Cardozo Law Review*, v. 25, n. 5, 2004.

nidade de entrada de recursos adicionais, com a finalidade de suprir a necessidade de liquidez e fluxo de caixa de empresas que, em razão das adversidades financeiras enfrentadas e do elevado endividamento, sofrem dificuldades para acessar linhas de crédito tradicionais que possibilitem a manutenção de suas atividades.

Já para os investidores, financiar uma empresa em crise significa assumir um grau maior de risco em comparação com investimentos em outras companhias que apresentem melhores condições financeiras. Contudo, o investimento DIP também representa uma oportunidade de obter maiores retornos, com a prática de taxas de juros mais elevadas do que as praticadas no mercado, em razão do alinhamento entre maior risco e maior retorno, almejado pelo investidor, ao optar por investir neste tipo de ativo.

Na prática, estudos mostram que as chances de sobrevivência de empresas em recuperação judicial são reduzidas na hipótese destas não obterem recursos que provenham capital adicional para a manutenção de suas atividades econômicas, o que pode afetar, conseqüentemente, o sucesso do seu processo recuperacional.³

Diante da exigência legal, compete aos magistrados avaliarem se o DIP requerido agregará valor para a recuperação da empresa e não confrontará os interesses de seus acionistas e credores. Essa avaliação perpassa tanto pela análise da viabilidade econômica da em-

3 A importância do *DIP Financing* para o sucesso da recuperação judicial foi avaliada por um estudo empírico conduzido por Sreedhar T. Bharath, Venkatesh Panchapagesan e Ingrid M. Werner. Os três pesquisadores examinaram casos de recuperação judicial nos Estados Unidos, no período compreendido entre 1980 e 2005, verificando que o tempo médio de duração de uma recuperação reduziu de vinte e três meses nos meados dos anos de 1980 para dezesseis meses após os anos 2000. Para os pesquisadores, a diminuição do prazo da recuperação estaria associada, dentre outros fatores, à uma maior adoção do *DIP Financing* enquanto estratégia para o soerguimento das empresas.

BHARATH, Sreedhar T.; PANCHAPAGESAN, Venkatesh; WERNER, Ingrid M. The changing nature of Chapter 11. Fisher College of Business *Working Paper n. 2008-03-003*; Charles A. Dice Center WP n. 2008-4; EFA 2008 Athens Meetings Paper; AFA 2010 Atlanta Meetings Paper, nov. 2010. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1102366>. Acesso em: 20 out. 2024.

presa diante do seu contexto recuperacional, quanto dos termos e condições do financiamento proposto.

Portanto, o exame dos critérios e parâmetros aplicados pelo judiciário para avaliar a viabilidade, os termos e condições e o papel do financiamento DIP na recuperação judicial é fundamental para o aprimoramento do regime recuperacional brasileiro, sendo este o mote principal de pesquisa e discussão deste artigo.

1.2. Origem e evolução do financiamento DIP nos Estados Unidos.

Nos Estados Unidos, o *DIP Financing* possui previsão legal expressa na Seção 364 do Capítulo 11 do *U.S. Bankruptcy Act*. Este dispositivo garante às empresas a possibilidade de contratação de novos empréstimos, diante de uma iminente situação de insolvência. A inserção desta norma no ordenamento jurídico norte-americano remonta as origens das práticas concebidas pelas concordatas das ferrovias americanas no século XIX.

Neste período, os EUA vivenciaram um forte crescimento de suas atividades econômicas, ensejando a expansão acelerada de linhas ferroviárias pelo país, a fim de possibilitar o escoamento de produtos e serviços comercializados entre diferentes regiões do país. No intuito de concretizar essa expansão logística, muitas companhias ferroviárias passaram a emitir de títulos de dívida de montantes expressivos, com a incidência de taxas de juros elevadas.⁴

No entanto, a partir do desaquecimento da economia americana, ao final do século XIX, as companhias ferroviárias, diante de seu elevado endividamento, passaram a enfrentar dificuldades financeiras e escassez de recursos para o adimplemento dos empréstimos

⁴ SKEEL, David A. The past, present and future of debtor-in-possession financing. *Cardozo Law Review*, v. 25, n. 5. p. 105, 2004. p. 105

contraídos. Buscando a proteção de seu crédito, os credores ingressaram judicialmente, solicitando aos tribunais a nomeação de administradores judiciais, nos termos da legislação norte-americana, para o supervisionamento das atividades e das condições financeira das ferroviárias.⁵

Somado a isso, havia também uma maior relutância, por parte de fornecedores, em continuar suprindo matérias primas para as companhias, tendo em vista o temor de não serem pagos em razão do estado de iminente insolvência dessas empresas.

Para estimular o financiamento das companhias ferroviárias, as cortes norte-americanas, diante da lacuna legislativa existente até então, passaram a adotar procedimentos específicos que ficaram conhecidos como “*Six Months Rule*”. A aplicação desta criação jurisprudencial permitia que as empresas adimplissem prioritariamente os créditos devidos à fornecedores e funcionários, em detrimento dos demais credores, que integrariam uma classe subordinada. A adoção deste critério de prioridade seria possível apenas durante um período de seis meses, contados a partir do momento em que essas empresas se sujeitassem aos efeitos do *Chapter 11*.

Ademais, em mais um esforço do judiciário para garantir liquidez às companhias insolventes, os tribunais passaram a autorizar a emissão de notas promissórias pelas ferroviárias, sendo que tais notas gozariam de prioridade de pagamento em relação às dívidas pré-existent.⁶ A emissão destas notas dependia de autorização prévia dos juízes, que examinavam a viabilidade econômica da companhia, bem como a pertinência e a destinação dos recursos obtidos.

Quando examinamos a legislação falimentar norte-americana vigente à época, a primeira versão do *Bankruptcy Code*, aprovado

5 *Ibidem*. p. 107

6 SKEEL, David A. The past, present and future of debtor-in-possession financing. *Cardozo Law Review*, v. 25, n. 5, 2004. p. 115

pelo congresso em 1898, não disciplinava sobre financiamento de empresas sujeitas ao *Chapter 11*. Somente com as reformas empreendidas pelo legislativo em 1933 e 1934, é que a lei norte-americana passou a dispor expressamente sobre a concessão de crédito para tais sociedades.

Posteriormente, com o advento da crise econômica de 1929 e das reformas legislativas realizadas no contexto do *New Deal*, o congresso americano aprovou o “*Chandler Act*” em 1938. Com este ato, pela primeira vez, a legislação falimentar passou a prever tratamentos específicos para as “recuperações judiciais” de empresas de outros setores da economia além do ferroviário.

Em 1978, houve uma nova rodada de modificações importantes na legislação falimentar dos EUA, com a aprovação de um novo *Bankruptcy Code*, sendo essa versão a que se encontra atualmente em vigor. Dentre as principais alterações, o *Bankruptcy Code* de 1978 estabeleceu regras e procedimentos mais detalhados para a obtenção do empréstimo DIP.

Com tais inovações legislativas, os tribunais norte-americanos consolidaram, ao longo das últimas décadas, uma jurisprudência que adota critérios jurídicos e financeiros para a avaliação da viabilidade e da pertinência do *DIP Financing* no fortalecimento de empresas submetidas ao *Chapter 11*. Pela sua característica pioneira, a legislação e jurisprudência americana servem de referência para outros países que buscam firmar normas que regulem o financiamento DIP, estimulando a atração de investimentos em empresas em recuperação.

Nesse sentido, para Triantis, a não aplicação de critérios objetivos para a fundamentação da decisão autorizativa enseja uma maior probabilidade de insucesso do DIP em sua finalidade de contribuir para o soerguimento da empresa. Logo, a falta de uma análise criteriosa sobre a situação econômica da sociedade e dos termos e condições de seu financiamento pode gerar assimetrias informacionais no

mercado, produzindo imprevisibilidades e danos aos investidores, credores e à própria companhia.⁷

1.3. A importação do instituto do DIP para o Brasil.

O sistema falimentar brasileiro foi instituído pelo Decreto-Lei nº 7.661/1945. O antigo diploma normativo previa a possibilidade da adoção pela empresa em insolvência de dois mecanismos que objetivavam o pagamento dos credores e a reabilitação da empresa em crise: a falência e a concordata.

Já a primeira grande reforma na legislação falimentar brasileira veio com a Lei nº 11.101/05, que introduziu o procedimento da recuperação judicial no país, corrigindo distorções e ineficiências do sistema que vigorava até então. A nova normativa fortaleceu os direitos dos credores submetidos ao processo de recuperação ou falência, maximizou o valor de liquidação dos ativos da recuperanda, estabeleceu a extraconcursalidade de determinados créditos, além de ter ensejado a sistematização de um plano de recuperação e pagamento dos créditos sujeitos ao concurso.⁸

Entretanto, promulgada em 2005 não atacou todas lacunas normativas. Dentre elas, destaca-se a falta de regulação expressa sobre o financiamento de empresas em recuperação judicial. Embora a Lei nº 11.101/05, no artigo 67, preveja expressamente o caráter extraconcursal das obrigações contraídas no decurso da recuperação, a legislação em vigor, até a reforma de 2020, não enfrentou o tema de forma direta e detalhada.

7 TRIANTIS, George G. Debtor-in-possession financing in bankruptcy. Handbook on Corporate Bankruptcy Law. Edward Elgar, forthcoming. *Stanford Public Law Working Paper*, nov. 2017.p. 259

8 COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial: direito de empresa* – V. 2. Ed. 19. Saraiva: São Paulo, 2018.

Tendo em vista o reconhecimento, pelo legislador, acerca da necessidade de se efetuar uma nova reforma no sistema falimentar⁹, foi promulgada em 2020 a Lei nº 14.112/2020, trazendo consigo diversas alterações que objetivaram a modernização da regulamentação e o preenchimento de lacunas deixadas pela Lei nº 11.101/05.

Dessas modificações, destacamos a inclusão de uma nova seção de artigos (69-A a 69-F) no capítulo III da lei, intitulada “Do Financiamento do Devedor e do Grupo Devedor durante a Recuperação Judicial”. Pela primeira vez, desde a sua instituição, o regime de falimentar brasileiro passou a disciplinar, de forma expressa, o financiamento das recuperandas.

Abrindo a nova seção, o artigo 69-A dispõe sobre a autorização a ser concedida pelo judiciário para a celebração de contratos de financiamento pela empresa em crise. Diferentemente do que acontecia antes da reforma, o *DIP Financing* passou a poder ser autorizado pelo magistrado, após ouvido o Comitê de Credores ou, diante de sua ausência, do administrador judicial.

Ao permitir que magistrado realize o controle sobre financiamento das empresas em recuperação judicial, Sacramone destaca a importância do juiz, em sua decisão, de analisar a pertinência e utilidade de tal financiamento para o processo de soerguimento da sociedade.¹⁰

O artigo 69-A também traz em sua redação a possibilidade da oneração dos bens e direitos da companhia ou de terceiros para a formação das garantias a serem oferecidas no âmbito da operação.

9 VIEIRA, Anderson. Para senadores, pandemia acelerou necessidade de atualizar a Lei de Falências. *Senado Notícias*, Brasília, 29 out. 2020. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2020/10/29/para-senadores-pandemia-acelerou-necessidade-de-atualizar-a-lei-de-falencias>. Acesso em: 5 mai. 2025.

10 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 373-374

Em sequência, o artigo 69-B, ao ratificar o caráter extraconcursal do *DIP Financing*, estabelece que uma eventual modificação, em grau recursal, da decisão autorizativa não possui o condão de modificar a extraconcursalidade da dívida, nem as garantias outorgadas ao financiador DIP, desde que este se encontre de boa-fé.

Já o artigo 69-C alarga o leque de possibilidades acerca das garantias que a companhia pode ser conceder ao investidor, prevenindo que o juiz pode autorizar a constituição de garantias subordinadas sobre ativos do devedor em favor do financiador DIP, dispensando a necessidade de anuência prévia por parte do detentor da garantia original.

O artigo 69-D prevê a rescisão automática do contrato de financiamento na hipótese da recuperação judicial ser convolada em falência, assegurando que as garantias constituídas serão conservadas até o limite dos valores do financiamento devidos no momento da decretação da falência, nos termos do §1º do mesmo artigo.

Em consonância com a finalidade pretendida pelo legislador de atribuir maior previsibilidade e segurança jurídica ao *DIP Financing*, o artigo 69-E estabelece que o financiamento poderá ser concedido por qualquer pessoa, incluindo credores sujeitos ou não à recuperação judicial, bem como por familiares, sócios e demais entes integrantes do grupo econômico do devedor.

Por último, o artigo 69-F, imbuído do mesmo espírito do artigo 69-E, assevera que qualquer pessoa ou entidade pode oferecer garantias ao financiamento DIP, mediante a oneração de bens e direitos de terceiros.

Vale ressaltar também que o caráter extraconcursal do DIP foi reforçado com a reforma, tendo o art. 84 elevado a ordem de prioridade no pagamento do financiamento DIP para a terceira posição, na hipótese de haver convolação da recuperação em falência. Portanto, os novos recursos injetados na empresa em crise estariam atrás somente das despesas cujo pagamento antecipado seja indispensável à administração da falência, e dos créditos trabalhistas.

Apesar dos avanços proporcionados com a aprovação da Lei nº 14.112/2020, parte da doutrina ressalva que a reforma de 2020 poderia ter empreendido mudanças mais significativas no estímulo ao financiamento DIP.¹¹ Dentre as possíveis alterações não implementadas, destacam-se a possibilidade de que a transação seja garantida por ativos onerados à outros credores, mas gozando de prioridade igual ou superior ao do crédito inicial, além da preferência primária do financiamento DIP sobre os demais créditos extraconcursais que ainda se encontra subordinado.

Mesmo com as alterações acima não consideradas pelo legislador, deve-se reconhecer que a reforma de 2020 permitiu avanços importantes no financiamento das empresas em recuperação judicial, conferindo maiores estímulos e segurança jurídica tanto para os investidores quanto para a própria recuperanda.

2. Estudo Empírico: Os critérios adotados pelo judiciário para autorizar o *DIP Financing*.

2.1. Metodologia da pesquisa.

A metodologia do estudo empírico teve, como ponto de partida, a pesquisa de decisões interlocutórias, proferidas em processos de recuperação judicial, que deliberaram sobre a autorização de financiamento das empresas em crise, conforme previsão do art. 69-A da legislação falimentar. A obtenção dessas decisões foi realizada a partir de consultas na jurisprudência disponibilizada pelos sites dos tribunais de justiça de todos os 26 estados brasileiros mais o Distrito Federal, além do Superior Tribunal de Justiça (STJ) e do Supremo Tribunal Federal (STF). A procura envolveu a inserção de palavras-chave no campo de buscas dos sites, como: “*DIP Financing*”, “Financia-

¹¹ BULLAMAH, Frederico Kerr. SCHNEIDER, Marina Anselmo. Financiamento (Debtor-in-Possession ou Exiting Financing) e a Reforma da Lei de Recuperação Judicial e Falências. *In*: MARTINS, André Chateaubriand. RICUPERO, Marcelo Sampaio Goés. *Nova Lei de Recuperação Judicial*. Almedina. São Paulo. 2021. p. 184, 185 e 186.

mento DIP”, “Seção IV-A”, “Art. 69-A”, “Lei nº 14.112/2020”, “Financiamento na Recuperação Judicial”.

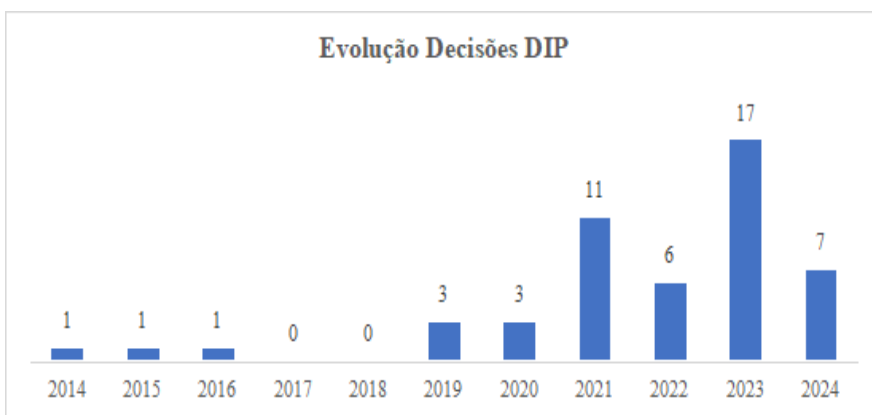
Ao todo, foram compiladas no estudo 50 decisões que versam sobre a autorização judicial do *DIP Financing*. O corte temporal para as pesquisas compreendeu o período entre janeiro de 2011 a agosto de 2024.

Encerrada essa primeira etapa, foram analisadas as decisões extraídas, tendo como foco da análise a identificação dos critérios econômicos e jurídicos considerados pelo juiz ao autorizar ou não a concessão de crédito para as recuperandas. Com o intuito de mapear e contabilizar estes critérios, foi elaborada uma planilha, utilizando o programa “Excel”. Nesta planilha, foram inseridas todas as 50 decisões obtidas e discriminadas os respectivos trechos que versavam sobre os critérios e parâmetros utilizados na deliberação.

Após o exame das decisões, foram elaborados gráficos, a partir das informações inseridas na planilha, de modo a quantificar e retratar os dados obtidos pela pesquisa, objetivando demonstrar o grau de incidência dos critérios identificados nas decisões judiciais. Tais gráficos e demais resultados apurados no estudo serão apresentados nos subcapítulos a seguir.

2.2. Apresentação e análise dos resultados.

2.2.1. Evolução temporal das decisões sobre financiamento DIP.



Inicialmente, a pesquisa empírica se propôs a examinar a evolução temporal das decisões DIP obtidas, buscando avaliar a incidência do tema no judiciário ao longo dos últimos anos, principalmente após as alterações legislativas empreendidas em 2020.

Com a linha do tempo apresentada no gráfico acima, observa-se um crescimento no número de decisões a partir do ano de 2021, ano seguinte à entrada em vigor da Lei nº 14.112/2020. Nesse sentido, somente 9 das 50 deliberações pesquisadas foram proferidas antes do advento da reforma.

Duas explicações possíveis podem nos ajudar a entender melhor este quadro. A primeira, refere-se à um desconhecimento e/ou desinteresse por parte das empresas em recuperação judicial e investidores, antes da reforma de 2020, quanto à possibilidade de contratação de um financiamento DIP, tendo em vista a ausência de normas específicas e estímulos legais à época sobre o tema. Já a segunda explicação insere-se em um entendimento compartilhado por algumas empresas e por parte do judiciário pela desnecessidade de se obter autorização do juízo da recuperação para a contratação do DIP.

Como visto, antes da promulgação da Lei nº 14.112/2020, a legislação falimentar não regulava expressamente a possibilidade das empresas de contratarem um financiamento, definindo somente benefícios considerados insuficientes para aqueles que se propunham a continuar financiando a companhia.¹²

Desse modo, embora o art. 67 estabeleça que os créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial sejam classificados como extraconcursais, a preferência destes créditos estava, antes da reforma de 2020, atrás de diversos outros créditos também classificados como extraconcursais, o que ge-

12 BULLAMAH, Frederico Kerr. SCHNEIDER, Marina Anselmo. Financiamento (Debtor-in-Possession ou Exiting Financing) e a Reforma da Lei de Recuperação Judicial e Falências. In: MARTINS, André Chateaubriand. RICUPERO, Marcelo Sampaio Goés. *Nova Lei de Recuperação Judicial*. Almedina. São Paulo. 2021. p. 177.

rava receio, por parte dos financiadores, quanto à probabilidade de recebimento do crédito DIP em uma eventual falência.

Já com as novas normas, o legislador proporcionou maiores estímulos econômicos, ao priorizar o tratamento preferencial conferido ao DIP em relação aos demais créditos extraconcursais, elevando a sua posição na ordem de recebimento.¹³ Também conferiu maior segurança jurídica, ao estabelecer a competência do juiz para autorizar o financiamento, além de ter alargado o leque de bens da recuperanda que podem ser dados em garantia nas operações, prevendo a possibilidade de constituição compulsória de garantias subordinadas.¹⁴

Diante desse novo arcabouço legal, observa-se no gráfico uma mudança de cenário relevante a partir de 2021, com a entrada em vigor das alterações feitas na Lei de Recuperação e Falências. Das 50 decisões analisadas, 39 foram expedidas após a reforma.

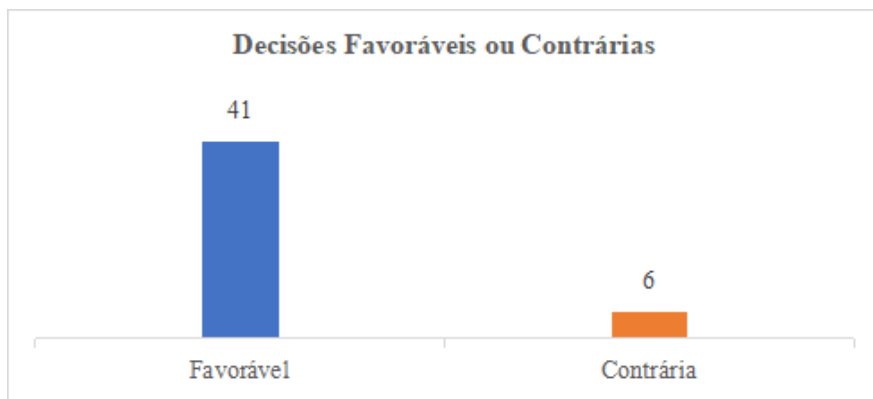
Na visão de Fabiana Pereira, essas alterações foram muito bem recepcionadas pelo mercado até o momento, reconhecendo a autora o endereçamento de questões importantes que dificultavam o financiamento de empresa em recuperação.¹⁵ Ressalta-se, assim, o efeito imediato provocado pela reforma, com a atração de mais investidores e empresas interessadas no financiamento DIP.

13 A atual redação do art. 83 da Lei nº 11.101/05, a partir da reforma promovida pela Lei nº 14.112/20, elevou para a segunda posição (inciso II), em relação à ordem de classificação dos créditos na falência, os créditos gravados em direito real de garantia até o limite do valor do bem gravado, abrangendo nessa categoria o *DIP Financing*.

14 FERRANTE, Fábio Caparroz. O Financiamento do Devedor Durante a Recuperação Judicial sob a Ótica da Função Social da Empresa: Estudo Empírico sobre o Impacto das Inovações Introduzidas pela Lei n. 14.112/2020. Dissertação de Mestrado. Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa – IDP. 2022. p. 55

15 PEREIRA, Fabiana Bruno Solano. Comentários aos artigos 69-A a 69-F. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 282.

2.2.2. O posicionamento favorável do judiciário quanto ao DIP.



Fonte: Autor.

Neste tópico, analisaremos o quadro geral sobre o posicionamento do judiciário acerca dos pedidos de financiamento. Das 50 decisões examinadas, 43 foram favoráveis à autorização do *DIP Financing*, enquanto apenas 7 negaram a requisição.

Embora seja mister a ressalva sobre as particularidades e diferenças de contextos em que foram proferidas cada uma das decisões pesquisadas, podemos afirmar que há, de modo geral, um posicionamento mais favorável do judiciário brasileiro quanto ao financiamento DIP, o que indica um reconhecimento pelos magistrados acerca da importância do instituto previsto no art. 69-A para a recuperação das empresas. Nesse sentido, o *DIP Financing* vem se tornando um instrumento jurídico bem recepcionado e aplicado pelas instâncias judiciais.

Em decisão recente sobre o assunto, o ministro do STJ Luis Felipe Salomão evidenciou a visão favorável predominante no judiciário quanto à importância da modalidade de financiamento inserida pela nº Lei 14.112/2020, destacando o papel do DIP no fortalecimento da atividade produtiva da recuperanda.¹⁶

¹⁶ “[...] No ponto, o financiamento da sociedade em recuperação judicial é tão vital para o

Além disso, destaca-se nessa discussão os fatores que levaram o legislador à atribuir ao juiz a competência de autorizar ou não a contratação de novas obrigações pela recuperanda. Fábio Ferrante dispõe que a *ratio legis* do art. 69-A apoia-se no fato de que, na hipótese de não haver deliberação do tema pelos credores em assembleia, o juiz, por ser um ator independente no processo, estaria melhor posicionado para solucionar as eventuais disputas decorrentes dos interesses em conflito na transação.¹⁷

Sobre o tema, *Márcia et al* afirmam que a melhor resposta para o enfrentamento dos potenciais conflitos de interesses que surgem no financiamento DIP é a busca por um lugar de equilíbrio entre os extremos. Logo, a decisão autorizativa deve contemplar as necessidades de crédito da recuperanda, garantir os interesses dos credores preexistentes e favorecer a aposta da via da recuperação somente para as empresas que comprovarem a sua viabilidade econômica durante o processo recuperacional.¹⁸

Portanto, a atribuição da competência autorizativa ao magistrado contribui para a transparência e a distribuição balanceada de

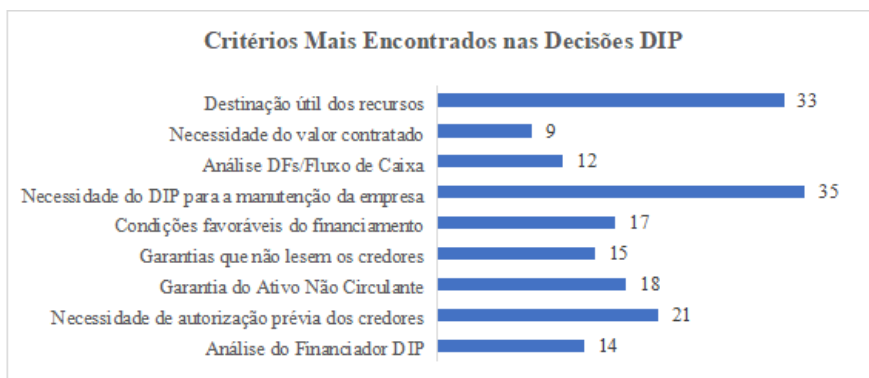
sucesso do fortalecimento da atividade produtiva no País que a Lei 14.112/2020, ao modificar a Lei 11.101/2005, concebeu modalidade específica de financiamento aos recuperandos, introduzindo no Direito Pátrio os institutos do "Dip (debtor-in-possession) Finance" e do "Credor Parceiro". De fato, a nova redação do parágrafo único do art. 67 da Lei 11.101/2005 prestigia o chamado "Credor Parceiro" ou "Credor Estratégico", que é aquele que recebe vantagens e privilégios caso continue a fornecer insumos, mercadorias, créditos ou que adquira papéis e debêntures da recuperanda.") (grifo nosso) (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (Quarta Turma). REsp 1828248/MT. Relator: Ministro Luis Felipe Salomão, Rel. p/ Acórdão Ministro Raul Araújo. Brasília, *Diário de Justiça Eletrônico*, 05 ago. 2021).

17 FERRANTE, Fábio Caparroz. O Financiamento do Devedor Durante a Recuperação Judicial sob a Ótica da Função Social da Empresa: Estudo Empírico sobre o Impacto das Inovações Introduzidas pela Lei n. 14.112/2020. Dissertação de Mestrado. Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa – IDP. 2022. Pag. 62

18 RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GODRI, João Paulo Atilio; MOREIRA, Pedro Ivo Lins. O financiamento do devedor em recuperação judicial após a reforma da Lei n. 11.101/2005. *Revista de Informação Legislativa*, Brasília, v. 61, n. 242. p. 159-182, 2024. Disponível em: https://www12.senado.leg.br/ril/edicoes/61/242/ril_v61_n242_p159.pdf. Acesso em 01 out. 24

forças no processo recuperacional, devendo o juiz se posicionar com imparcialidade, analisando o preenchimento dos requisitos legais e o atendimento de critérios econômicos e jurídicos adequados a cada caso, para que o financiamento possa contribuir para o soerguimento da empresa.

2.2.3. Os principais critérios identificados nos julgados pesquisados



Fonte: Autor.

Introduzimos agora a análise sobre os critérios aplicados pelos magistrados em suas decisões. Como demonstra o gráfico acima, foram identificados, nos julgados analisados, uma ampla diversidade de parâmetros e requisitos, envolvendo diferentes temas. Essa variedade de parâmetros evidencia a complexidade do assunto, tendo em vista os diversos interesses e preocupações que surgem no âmbito do empréstimo DIP.

Via de regra, a lei estabelece, embora de forma implícita, determinados critérios a serem observados para que haja a concessão do DIP. Em alguns dos julgados analisados, os magistrados mencionam a presença de quatro requisitos, definidos pela norma, que deverão ser atendidos para que haja a autorização prevista no art. 69-A. São eles: (i) a obtenção da autorização judicial para o DIP; (ii) a esti-

pulação de garantias sobre os ativos não circulantes; (iii) a oitiva do Comitê de Credores; e (iv) a comprovação da necessidade e da destinação dos recursos provenientes do financiamento.

Entretanto, a maioria das decisões não levam em consideração somente os critérios previstos implicitamente na legislação, sendo aplicados também outros parâmetros. Tal fato evidencia a atenção do judiciário quanto às demais questões atinentes ao financiamento no processo recuperacional.

O critério mais identificado no estudo se refere à avaliação da necessidade do financiamento DIP para a manutenção operacional da empresa. Tal critério, que foi localizado em 35 das 50 decisões examinadas, pode ser desmembrado em outros parâmetros também observados na pesquisa, como a análise das demonstrações financeiras e do fluxo de caixa da recuperanda, a necessidade do montante do empréstimo DIP solitado ao juízo e a comprovação da destinação útil dos recursos a serem captados.

Demais critérios localizados na pesquisa envolvem a análise dos termos e condições da obrigação contraída com o financiador, as garantias não circulantes concedidas na transação, a não lesividade do DIP aos credores, a avaliação do financiador DIP e a necessidade de autorização prévia por parte dos credores.

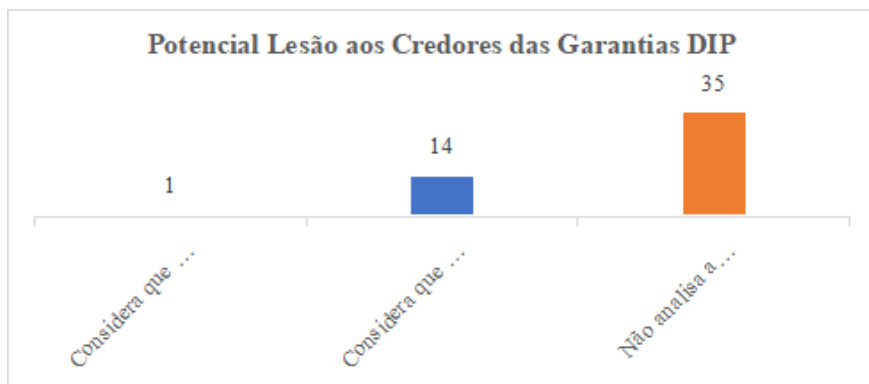
Diante desse cenário, constata-se uma legítima preocupação dos magistrados com os efeitos do DIP nos interesses dos diferentes agentes envolvidos na recuperação judicial, ao empregar nas decisões diferentes tipos de critérios para a avaliação das operações, demonstrando que a análise do pedido de autorização transcende questões meramente burocráticas e formais, atribuindo a devida atenção às consequências de uma eventual decisão autorizativa para os grupos afetados pela transação.

Mesmo que a inclusão destes critérios na decisão judicial possa conferir maior subjetividade e imprevisibilidade para a operação, tais parâmetros exercem a função de vetores interpretativos, estimulando, diante de um contexto com diversas externalidades negativas,

comportamentos mais alinhados entre a recuperanda, os credores e investidores, em prol do sucesso da recuperação judicial.

Assim, a construção de uma análise mais detida pelo judiciário quanto ao tema promove uma maior transparência das informações do DIP no âmbito do processo recuperacional, diminuindo as assimetrias informacionais e os custos de transação tanto para o financiador quanto para o devedor. Tendo em vista que a falta de um “*disclosure*” adequado dos dados do financiamento é uma das principais barreiras para a consecução do negócio, torna-se imprescindível, para o êxito da transação, a aplicação de critérios pelo judiciário que leve em consideração os interesses conflitantes presentes na recuperação judicial.

2.2.4. Critério 1: A não lesividade do financiamento aos credores.



Fonte: Autor.

Um dos critérios avaliados pelos juízes nas deliberações envolve a potencial lesão do financiamento DIP aos credores pré-existentes, principalmente quanto às garantias atribuídas na operação. 15 das 50 decisões do estudo examinam a questão, sendo que em 14 delas entendeu o magistrado pela não lesividade das garantias, enquanto que em apenas uma considerou haver potenciais prejuízos aos credores.

Esta única deliberação, que considerou lesiva as garantias oferecidas, refere-se ao pedido de financiamento feito no âmbito da recuperação judicial do “Grupo Gimenez”, um dos principais produtores de café do estado de Minas Gerais.¹⁹ Na decisão, o juiz problematizou que os imóveis que seriam alienados fiduciariamente já sofriam a incidência de outros direitos reais de garantia, constituídos antes do financiamento proposto, sendo tal situação impeditiva para a autorização do DIP requerido, uma vez que lesaria o interesse dos credores beneficiados anteriormente pela garantia de tais imóveis.

Entretanto, em sede recursal, a decisão de primeira instância foi reformada, tendo a segunda instância autorizado a contratação do financiamento, mantendo, porém o veto a supressão da garantia real pré-existente, sem a expressa aprovação do respectivo credor.²⁰

Sobre o tema, Sacramone ressalta que o magistrado não deverá auferir somente a importância do financiamento para a manutenção da atividade produtiva, como também deverá apreciar se a garantia concedida é imprescindível e razoável ao financiamento pretendido, bem como se não promove a expropriação dos bens da recuperada em detrimento dos demais credores.²¹

As ponderações feitas pelo jurista destacam o papel do juiz na tarefa de impedir o esvaziamento patrimonial do devedor. Dessa forma, a análise prévia pelo judiciário pode evitar a espoliação de bens da recuperanda em benefício do financiador DIP e em detrimento dos credores preexistentes, situação essa que poderia caracterizar fraude contra credores, hipótese regulada expressamente pelos arts. 163 e 164 do Código Civil de 2002. Assim sendo, a autorização judicial não deve ser concedida sem o enfrentamento dos pontos de aten-

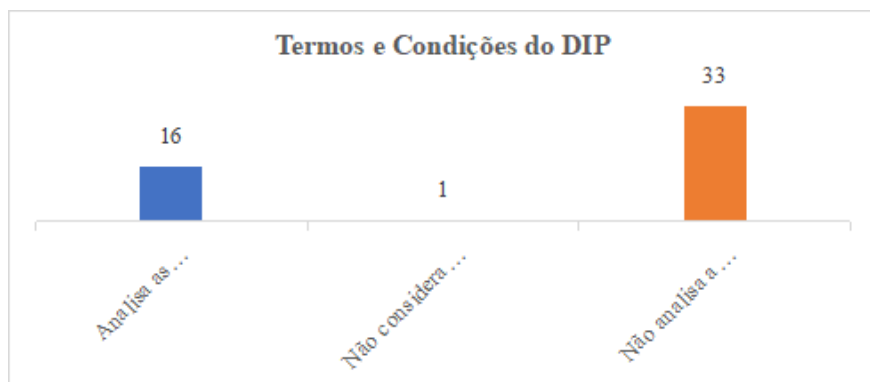
19 BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais (1ª Vara Cível da Comarca de Patrocínio). Processo nº 5005644-13.2020.8.13.0481. *Diário de Justiça Eletrônico*, Belo Horizonte, 6 dez. 2022.

20 BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais (21ª Câmara Cível Especializada). Agravo de Instrumento nº 1.0000.23.004319-2/000. *Diário de Justiça Eletrônico*, Belo Horizonte, 11 jul. 2023.

21 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 373-374.

ção do financiamento, principalmente no que tange à preservação dos ativos da recuperanda e à proteção dos interesses legítimos dos credores pré-existentes.²²

2.2.5. Critério 2: Termos e condições do financiamento



Fonte: Autor.

Considerando o contexto de insolvência e a dificuldade de geração de caixa e obtenção de crédito enfrentado por empresas em recuperação judicial, as condições do financiamento DIP não tendem a ser tão favoráveis à devedora, apresentando elevado custo financeiro, pacote amplo de garantias e a presença de *covenants* e restrições contratuais que limitam a atuação da empresa.

Chatterjee *et al* comprovaram, empiricamente, a partir de dados coletados nos EUA, que a média da taxa de juros cobrada em um empréstimo DIP é de 9,75% ao ano, o que representava um spread médio de 4,60% em relação à remuneração dos títulos do tesouro

22 ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; ALMEIDA, Thalita. DIP Financing: o financiamento ao empresário em recuperação judicial à luz das alterações implementadas pela lei nº 14.112/2020. *Revista Brasileira de Direito Empresarial*, Florianópolis, Brasil, v. 7, n. 1. p. 62–82, 2021. DOI: 10.26668/IndexLawJournals/2526-0235/2021.v7i1.7842. Disponível em: <https://indexlaw.org/index.php/direitoempresarial/article/view/7842>. Acesso em: 17 abr. 2026.

americanos da época.²³ Comparando-se com a média histórica do mercado de renda fixa, a taxa de juros é de 7,25% ao ano, representando um *spread* de 3,53%.

De todo modo, salienta-se novamente neste tópico o importante papel do judiciário enquanto agente de fiscalização e controle do financiamento DIP, avaliando se a dívida contraída está em linha com as práticas de mercado e assegurando que ela não seja prejudicial à companhia e seus respectivos credores, inibindo condições abusivas para a contratação do crédito.

Os dados da pesquisa revelam que das 50 decisões obtidas, 17 enfrentaram a questão, sendo que somente em uma delas avaliou-se que os termos e condições da dívida não eram adequados à situação econômica da empresa, tendo o magistrado negado o pedido de financiamento.

Referida decisão, proferida no âmbito da recuperação judicial do Grupo Gimenez, apontou as características consideradas prejudiciais do financiamento que justificaram a deliberação do juiz em 1º grau, como o elevado custo da dívida, o que aumentaria expressivamente as despesas financeiras da empresa, além da existência de garantias já previamente alienadas para terceiros, sendo que a autorização da operação acarretaria em sua supressão²⁴. Contudo, em sede recursal, o DIP foi concedido, sob o racional da urgência da financiamento para a recomposição dos fluxos de caixa do grupo.²⁵

Ademais, um dos pontos levantados nas decisões refere-se a possibilidade de haver propostas mais favoráveis no mercado em relação a que está sendo requerida na autorização. No entanto, poucas

23 CHATTERJEE, S.; DHILLON, U. S.; RAMIREZ, G. G. Debtor-in-possession financing. *Journal of Banking & Finance*, v. 28. p. 3097–3111, 2004.

24 MINAS GERAIS. Tribunal de Justiça (1ª Vara Cível da Comarca de Patrocínio). Processo nº 5005644-13.2020.8.13.0481. Belo Horizonte, *Diário de Justiça Eletrônico*, 16 dez. 2022.

25 MINAS GERAIS; Tribunal de Justiça (21ª Câmara Cível Especializada). Agravo de Instrumento nº 1.0000.23.004319-2/000. Belo Horizonte, *Diário de Justiça Eletrônico*, 11 jul. 2023.

deliberações adentram no mérito para avaliar se o DIP solicitado realmente apresenta as melhores condições possíveis para uma dívida que pondere os riscos de crédito de uma empresa em processo recuperacional.

Desse modo, os magistrados consideram, em boa parte, o caráter emergencial do *DIP Financing*, argumentando que a determinação judicial para a coleta das melhores propostas poderia acarretar no atraso da entrada de novos recursos, prejudicando a liquidez e a capacidade da recuperanda de fazer frente às suas obrigações mais urgentes.²⁶

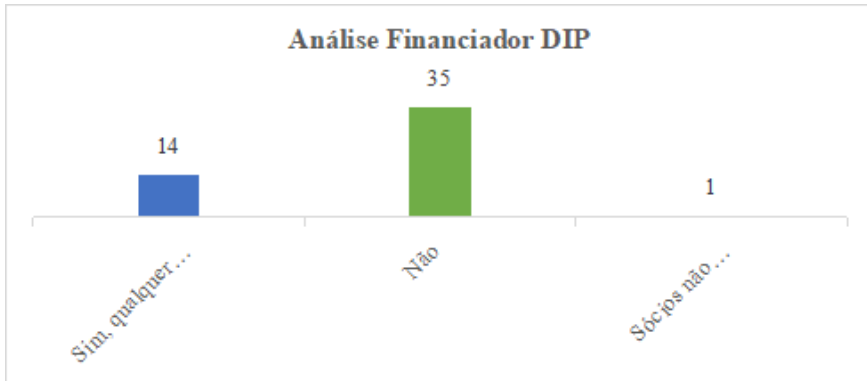
Discussões envolvendo o montante do financiamento também foram localizadas na pesquisa. Das 11 decisões que abordam o tema, 9 reconheceram a necessidade do valor solicitado pela empresa, enquanto que em somente 2 autorizou-se um valor inferior ao inicialmente requerido.

A avaliação da estrutura do *DIP* também passa pelo seu volume, sendo importante os questionamentos sobre a necessidade do montante a ser contratado, bem como sobre o seu impacto na estrutura de capital da empresa. Compete ao juízo da causa detida avaliação, na medida em que o valor do financiamento será determinante para a manutenção operacional da empresa, possibilitando o adimplemento de suas obrigações. Porém, poderá ter impacto no grau de endividamento, alongando a ordem de recebimento dos demais créditos sujeitos ao concurso recuperacional.

2.2.6. Critério 3: O Financiador do DIP

Quando voltamos a pesquisa para a análise da figura do financiador *DIP*, diferentes questionamentos surgem: Quem pode ser o fi-

26 Conforme SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça de São Paulo). Ag.In. 2152879-36.2015.8.26.0000. São Paulo, *Diário de Justiça Eletrônico*, 25 fev. 2016.



Fonte: Autor.

nanciador do DIP? Os sócios podem aportar capital na empresa em recuperação por meio de instrumentos de dívida? Companhias que integram o mesmo grupo econômico podem prover os recursos do empréstimo? Como ponderar os conflitos de interesses que surgem nessa discussão?

Nas 15 decisões judiciais que discutem o tema, em 14 delas reconheceu-se a licitude do financiamento DIP realizado por qualquer pessoa, seja ela natural ou jurídica, enquanto que somente em uma entendeu-se pela impossibilidade de termos sócios financiando a sua própria sociedade.

Antes da reforma de 2020, a legislação falimentar brasileira não apresentava disposições normativas sobre a figura do financiador DIP, levantando-se dúvidas no judiciário acerca da possibilidade de o financiamento ser provido por pessoas ou empresas que tenham algum interesse que possa conflitar com o da recuperanda ou de seus credores.

Nessa discussão, importante ressaltarmos o cenário de dificuldade enfrentado pelas empresas em crise para a sua capitalização diante de um contexto de insolvência, na qual existem poucas instituições financeiras dispostas a oferecerem recursos para tais companhias. Mesma adversidade é identificada entre os fornecido-

res, cujo fornecimento dos insumos necessários para a manutenção das atividades operacionais cessa ou é consideravelmente reduzido após o pedido de recuperação judicial, diante do receio acerca da capacidade de pagamento da recuperanda.²⁷

Logo, a única alternativa de financiamento disponível para as recuperandas consiste em aportes de recursos dos sócios e de empresas que integram o mesmo grupo econômico.

No entanto, o financiamento pelos sócios e/ou empresas do mesmo grupo econômico provoca maiores questionamentos no judiciário quanto à validade e eficácia de seus atos. Patrícia Barbi Costa defende que o empréstimo feito por sócios deve ser guiado pela legitimidade destes à luz dos interesses dos credores, devendo ser reprimida: (i) na hipótese de beneficiar os sócios em detrimento dos credores e/ou da própria recuperanda; (ii) se já existir empréstimos excessivos fornecidos pelos sócios ou empresas do mesmo grupo; (iii) se for demonstrado que a dívida contraída se trata de uma distribuição disfarçada de lucros.²⁸

Além das preocupações expressas pelos credores, existem receios também entre os próprios acionistas mutuantes, tendo em vista o potencial risco de que o empréstimo concedido venha a ser classificado como aporte de capital social na empresa. Assim, conforme a redação original do art. 83, VIII, b, o capital do acionista, sendo subordinado, se posiciona na última colocação em relação à ordem de pagamentos dos credores em concurso, sendo adimplido somente após a quitação dos credores quirografários.

O *DIP Financing* intentado pela Renova Energia, em maio de 2020, teve o seu mútuo convertido em aporte de capital por decisão

27 DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento das empresas em crise*. 2012. Dissertação de Mestrado. Cap. 6.3. p. 81.

28 COSTA, Patrícia Barbi. *Os Mútuos dos Sócios e Acionistas na Falência*. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 674.

de 1ª instância, entendendo o juízo que a dívida contraída beneficiava somente o acionista, na medida em que um bem valioso da recuperanda havia sido dado em garantia da transação.²⁹

Contudo, em sede recursal, reverteu-se a requalificação do mútuo sob o argumento de que não existia à época elementos que demonstrassem a tentativa do financiador em prejudicar os credores com o DIP pretendido, ressaltando que o financiador não integrava à época diretamente o capital social da Renova, não tendo, portanto, a obrigação legal de aportar recursos na empresa.³⁰

Já com a entrada em vigor da Lei nº 14.112/2020, a legislação passou a prever, expressamente, que o financiamento DIP poderá ser empreendido por qualquer pessoa, tendo o legislador feito questão de ressaltar que a expressão “qualquer pessoa”, presente no art. 69-E, abrange inclusive sócios e integrantes do mesmo grupo econômico do devedor.

Considerando que um dos principais interessados em ver a recuperação da empresa é seu próprio sócio/acionista, mas que a iniciativa de financiamento por este agente era alvo de dúvidas no judiciário, a reforma de 2020 propiciou um relevante incentivo ao financiamento das empresas, na medida em que a nova norma não limitou quem poderia oferecer o financiamento, vedando, inclusive, qualquer tipo de modificação, em grau recursal, que alterasse o caráter extraconcursal de empréstimos já previamente autorizado, abrangendo aqueles concedidos por acionistas e empresas do mesmo grupo econômico.³¹

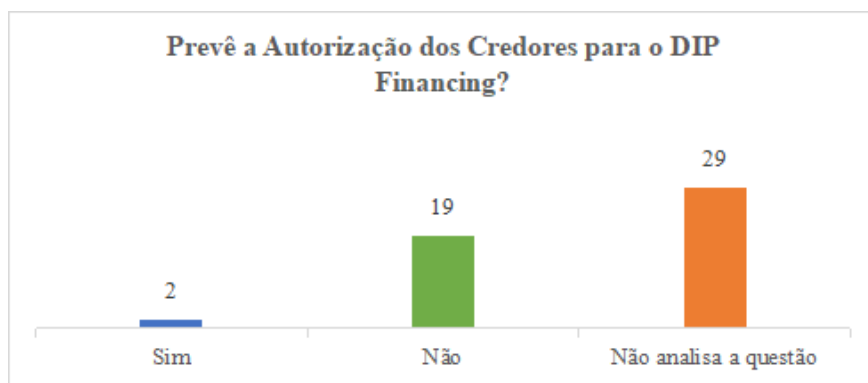
29 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais). Processo nº 1103257-54.2019.8.26.0100. São Paulo, *Diário de Justiça Eletrônico*, 02 mai. 2020.

30 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). Agravo de Instrumento nº 2159080-68.2020.8.26.0000. São Paulo, *Diário de Justiça Eletrônico*, 20 jan. 2021.

31 PEREIRA, Fabiana Bruno Solano. Comentários aos artigos 69-A a 69-F. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 281-282.

Contudo, nada impede que estas transações sejam alvos de questionamentos quanto à eventual caracterização de confusão patrimonial e conflito de interesses. Desse modo, Alexandre Alves afirma que se deve assegurar a observância das condições comutativas na concessão de empréstimo, bem como o justo acertamento de remuneração, consectários e vantagens obtidas com a celebração do referido negócio. Logo, o desatendimento das condições comutativas em contratos celebrados entre agentes econômicos do mesmo grupo é causa de responsabilização do administrador da – potencial – sociedade empresária financiadora.³²

2.2.7. Critério 4: A (des)necessidade da anuência dos credores.



Fonte: Autor

Antes da reforma de 2020, a Lei nº 11.101/05 não requeria autorização prévia, por parte dos credores, quanto à contratação de novas obrigações pelas empresas em recuperação judicial. Mesmo após a introdução de modificações na norma, a legislação falimentar con-

32 ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; ALMEIDA, Thalita. DIP Financing: o financiamento ao empresário em recuperação judicial à luz das alterações implementadas pela lei nº 14.112/2020. *Revista Brasileira de Direito Empresarial*, Florianópolis, Brasil, v. 7, n. 1. p. 62–82, 2021. DOI: 10.26668/IndexLawJournals/2526-0235/2021.v7i1.7842. Disponível em: <https://indexlaw.org/index.php/direitoempresarial/article/view/7842>. Acesso em: 17 abr. 2026. p.78-79.

tinuou não dispondo acerca da anuência dos credores quanto novas obrigações contraídas, atribuindo, contudo, ao juiz, a competência para autorizar ou não a realização de um novo financiamento.

Na pesquisa empírica, foram identificadas apenas 2 decisões que exigiram da recuperanda a obtenção de autorização dos credores para a consecução da operação DIP. Dessas 2 deliberações, uma foi proferida antes da reforma e a outra após a entrada em vigor da Lei nº 14.112/20.

A primeira das duas decisões identificadas refere-se ao *DIP Financing* requerido pela OAS S.A, tendo entendido o juiz da causa pela necessidade da autorização da assembleia geral de credores quanto aos termos e condições da proposta de financiamento.³³

Já na segunda decisão analisada, proferida no âmbito da recuperação judicial da Atvos Bioenergia S.A., o juízo entendeu que a concessão do empréstimo DIP alteraria o plano de recuperação judicial aprovado anteriormente pela assembleia geral de credores, atribuindo, assim, aos credores, a autorização da transação.³⁴

Nessa esteira, a pesquisa revela a baixa aceitabilidade, no judiciário, de teses que defendem a autorização dos credores para o financiamento DIP. Em 19 das 50 decisões examinadas, houve a manifestação do juízo pela desnecessidade da anuência prévia dos credores, enquanto em 29 o tema sequer não foi enfrentado.³⁵

A imposição de autorização prévia dos credores para o financiamento da recuperanda não possui qualquer embasamento legal, uma vez que a norma não faz qualquer exigência nesse sentido. Ade-

33 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). Agravo de Instrumento nº 2152879-36.2015.8.26.0000. São Paulo, *Diário de Justiça Eletrônico*, 14 fev.2016

34 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais). Processo nº 1050977-09.2019.8.26.0100. São Paulo, *Diário de Justiça Eletrônico*, 03 mar. 2022.

35 Vide seguinte decisão: SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). AI: 20674119420218260000 SP 2067411-94.2021.8.26.0000. Relator: Desembargador Sérgio Shimura. São Paulo, *Diário de Justiça Eletrônico*, 19 jul. 2021.

mais, tal anuência poderia levar a morosidade e a uma maior negativa nas autorizações, com os credores tendentes a adotar posicionamentos contrários ao *DIP Financing*, na medida em que a principal preocupação dos credores reside no pagamento de seu crédito, e a contratação de novas dívidas, com caráter extraconcursal, poderia atrasar o adimplemento dessas obrigações.

No entanto, a interpretação conjugada dos arts. 66 e 69-A permite inferir que os credores, por meio de previsão expressa no plano de recuperação judicial, podem aprovar a contratação de operação DIP pela recuperanda, autorizando, inclusive, a alienação de bens e direitos que integram o seu ativo não circulante. Portanto, embora não haja uma obrigação legal de autorização prévia dos credores, estes podem, no âmbito do plano recuperacional, autorizarem o financiamento DIP, sem que haja a necessidade do escrutínio judicial estabelecido no art. 69-A.

Como exemplo, menciona-se o plano de recuperação judicial apresentado pelo Clube Náutico Capibaribe, conhecido clube desportivo de Pernambuco, no qual os credores autorizariam o Náutico a contrair financiamentos extraconcursais, com a garantia de bens e ações do clube.³⁶

Mesmo que a anuência prévia dos credores quanto à transação não seja obrigatória, estes desempenham papel significativo na fiscalização dos termos e condições do financiamento. Nesse sentido, o art. 69-A prevê que a autorização do DIP pelo magistrado seja feita após a escuta do Comitê de Credores. Este comitê é um órgão previsto na legislação, que pode funcionar em processos de recuperação judicial e falência, com o exercício de funções eminentemente fiscalizatórias, embora também possa agir como órgão consultivo e deliberativo.³⁷

36 Disponível em: <https://lrfliideres.com.br/wp-content/uploads/2023/02/5.-PLANO-DE-RECUPERACAO-JUDICIAL-1.pdf>. Acesso em 15/10/2024. Acesso em: 05 mai. 2025.

37 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falências: teoria e prática na Lei 11.101/2005*. 3. São Paulo: Grupo Almedina, 2018. p. 939.

Historicamente, o papel dos credores no processo de insolvência nem sempre foi relevante. A legislação falimentar brasileira anterior a lei de 2005 era bastante restritiva quanto às funções assumidas pelos credores na concordata e na falência, impedindo qualquer tipo de composição entre a empresa e seus credores, classificando como ato de falência a negociação extrajudicial entre as partes.³⁸

Somente a partir de 2005 que a legislação passou a valorizar e incentivar a atuação dos credores em ambos os processos de recuperação e falências. Foi neste contexto que a legislação permitiu a constituição de um Comitê de Credores, para representar os interesses deste grupo.

Contudo, o referido instituto não foi tão bem recepcionado pela prática do direito, sendo bastante rara a sua constituição em recuperações e falências. Dentre as razões que explicam a sua baixa aplicação, a doutrina menciona a falta de remuneração do membros que integram o órgão, bem como a possibilidade destes serem responsabilizados pelos atos praticados enquanto membro do comitê.³⁹

Em boa medida, grande parte das funções atribuídas pela norma ao Comitê de Credores são atualmente desempenhadas pelo administrador judicial, havendo notória superposição de papéis. O art. 28 já determina que, na hipótese de não haver constituído o comitê, competirá ao administrador judicial ou, na incompatibilidade deste, ao juiz exercer suas atribuições.

Portanto, sendo de formação facultativa, o Comitê de Credores desempenha um papel marginal nas recuperações e falências, sendo raros os casos em que chega a ser instalado. A pesquisa empírica desenvolvida não identificou em nenhuma das 50 decisões exa-

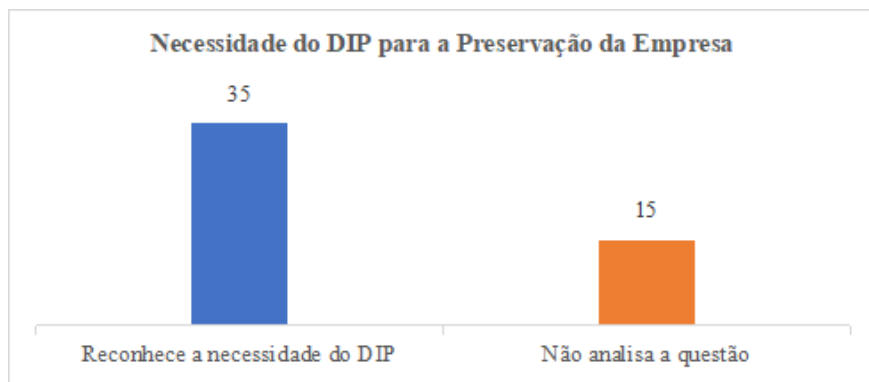
38 FELSBERG, Thomas Benes; BOACNIN, Victoria Vaccari Villela. Comentários aos artigos 26 a 34. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 108

39 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falências: teoria e prática na Lei 11.101/2005*. 3. São Paulo: Grupo Almedina, 2018. p. 939

minadas a presença do órgão. Em algumas destas decisões, o próprio juiz ressalta o caráter opcional e secundário assumido pelo comitê.⁴⁰

Sem modificações futuras na legislação falimentar, a tendência é que o órgão continue sendo subutilizado. A reforma empreendida em 2020 perdeu a oportunidade de tornar o Comitê de Credores mais efetivo nos regimes de crise, ao mesmo tempo em que privilegiou o administrador judicial nas funções fiscalizatórias que assume na aprovação e no cumprimento do financiamento DIP.⁴¹

2.2.8. Critério 5: Destinação útil do DIP para a manutenção e recuperação da empresa



Fonte: Autor

A análise sobre a importância do financiamento DIP para a recuperação de empresas em crise transcende a discussão global sobre a necessidade da injeção de novos recursos na reestruturação de uma companhia. Envolve, principalmente, o exame caso a caso de cada operação proposta, seus termos e condições, bem como seu im-

40 GOIÁS. Tribunal de Justiça (5ª Vara Cível da Comarca de Aparecida de Goiânia). Processo nº5154206-22.2023.8.09.0011. Goiânia, *Diário de Justiça Eletrônico*, 05 set. 2023.

41 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falências: teoria e prática na Lei 11.101/2005*. 3. São Paulo: Grupo Almedina, 2018. p. 940.

pacto na saúde financeira de cada empresa financiada e nos interesses de seus credores.

Contudo, a mencionada discussão global também se faz necessária, dado que o instituto do *DIP Financing* deve ter a sua importância para a recuperação da empresa questionada e debatida, com a finalidade de verificar de que modo a entrada de novos recursos financeiros na recuperanda auxilia na manutenção de suas atividades econômicas, bem como em sua recuperação.

Nessa seara, vale mencionarmos o art. 47 da legislação falimentar, que aborda os princípios objetivos de uma recuperação judicial:

Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.

Em consonância, Calixto Salomão Filho destaca que a preservação de uma empresa em crise abrange objetivos que vão além da maximização do retorno dos credores.⁴² Há, segundo o jurista, diversos interesses que gravitam ao redor dela e que devem ser levados em consideração ao longo do processo recuperacional. Logo, o art. 47 revela o viés institucionalista adotado pelo legislador, calcado no princípio da função social e da preservação da empresa.

Nessa seara, o *DIP Financing* insere-se como um dos principais mecanismos disponíveis para a preservação da empresa em crise e dos interesses dos diferentes atores envolvidos. A transferência de novos recursos à recuperanda torna-se importante não somente para

42 SALOMÃO FILHO, Calixto. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falências*: Lei 11.101/2005 – Artigo por artigo. 2. ed. São Paulo: RT, 2007. p. 50.

fazer frente às necessidades imediatas de caixa, mas também para disseminar a percepção de que aqueles que estão financiando a empresa acreditam na viabilidade de seu negócio e de sua reestruturação.⁴³ Tal cenário desperta crescimento de confiança na empresa por parte de seus credores, fornecedores e consumidores.

No caso em concreto, a autorização judicial para o financiamento de empresas em recuperação judicial demanda o reconhecimento da utilidade do empréstimo DIP para o soerguimento da companhia.

Na pesquisa empírica, 35 das 50 decisões obtidas analisaram a necessidade do financiamento DIP para recuperação da empresa, sendo que, em todas as 35, o juízo reconheceu a pertinência da transação. Como exemplo, mencionamos a decisão proferida no âmbito do pedido de financiamento requerido pela Oi S.A., que evidencia a preocupação do juiz com o impacto que a injeção de novos recursos terá na empresa:

Consoante informado pelas recuperandas, os recursos serão utilizados “exclusivamente no curso normal de negócios da Companhia”, ou seja, o escopo do financiamento contratado é “garantir a manutenção de suas operações, o seu fluxo de caixa e o prosseguimento da recuperação judicial”, tendo sido tal necessidade “devidamente demonstrada pelas Recuperandas na projeção de seu fluxo de caixa, que aponta que, em curto prazo, correm as devedoras o risco de ver sua disponibilidade de caixa abaixo do mínimo para a continuidade de suas operações. (grifo nosso)⁴⁴

43 DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. Financiamento das empresas em crise. 2012. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. doi:10.11606/D.2.2012.tde-27082013-114525. Acesso em: 16 set. 2024. p. 67.

44 RIO DE JANEIRO. Tribuna de Justiça (1ª Câmara de Direito Privado). AI nº 0031030-

Assim como na decisão proferida no caso da Oi, em outros julgados examinou-se o fluxo de caixa da empresa para avaliar a necessidade da operação. Das 50 decisões, em 12 avaliou-se a necessidade do fortalecimento do caixa da companhia.

Outro critério identificado na pesquisa refere-se à destinação útil dos recursos. Em 34 das 50 decisões examinadas, o magistrado se debruçou sobre a eventual destinação útil do DIP, sendo que em 32 reconheceu-se a utilidade do destino pretendido pela recuperanda, enquanto em somente 2 o juízo problematizou a finalidade pensada para os recursos.

Em decisão proferida em março de 2023, o Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP), ao analisar o pedido de financiamento DIP feito pela Pavan Zanetti Indústria Metalúrgica LTDA., entendeu que a recuperanda não esclareceu, de forma suficiente, a destinação dos recursos a serem levantados, tendo o juízo da recuperação indeferido o pleito inicial da empresa, solicitando que fossem apresentadas maiores informações sobre a transação.⁴⁵

Em outra decisão, referente ao *DIP Financing* da Samarco Mineração S.A., o juiz reconheceu a destinação útil dos recursos do empréstimo. Contudo, limitou o seu direcionamento somente para as atividades empresariais da mineradora, vedando a destinação dos valores para o pagamento de créditos concursais e também para a Fundação Renova, instituição criada para atender as vítimas do desastre ambiental de Mariana.⁴⁶

Diante desse contexto, a discussão dos critérios abordados neste tópico e nos demais apresentados acima envolve questiona-

48.2023.8.19.0000, 1ª Câmara de Direito Privado. Rio de Janeiro, *Diário de Justiça Eletrônico*, 10 out. 2023.

45 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (4ª Vara Cível, Comarca de Americana). Processo nº 1011030-89.2022.8.26.0019. São Paulo, *Diário de Justiça Eletrônico*, 07 mar. 2023.

46 BRASIL. Tribunal de Justiça (2ª Vara Empresarial da Comarca de Belo Horizonte). Processo nº 5046520-86.2021.8.13.0024. Belo Horizonte, *Diário de Justiça Eletrônico*, 26 jul. 2021.

mentos a respeito da competência do judiciário em discutir e avaliar a viabilidade e pertinência econômica do *DIP Financing*. Na grande maioria das decisões analisadas neste estudo, o juízo recuperacional se “aventurou” ao examinar os aspectos econômicos que permeiam a transação, analisando em suas decisões projeções de fluxo de caixa, alavancagem, necessidade de capital de giro, dentre outros indicadores financeiros.

Visando influenciar a decisão do magistrado a partir de dados financeiros, a pesquisa também constatou que diversas recuperandas apresentaram, nas petições que requeriam a autorização para a operação, informações financeiras detalhadas, buscando evidenciar a necessidade do financiamento DIP para a manutenção de suas atividades.

Entretanto, parte da doutrina e da jurisprudência entende que não compete ao judiciário fazer este juízo de valor quanto à viabilidade econômica da empresa em crise e dos aspectos negociais que envolvem seu processo recuperacional, devendo atentar-se somente ao preenchimento dos requisitos e critérios jurídicos previstos na Lei de Recuperação e Falências.

Nessa toada, Canotilho defende que não cabe ao juiz imiscuir-se em questões econômicas e financeiras da recuperação judicial, estando estas afetas ao campo de domínio da vontade expressa pelos credores.⁴⁷ Conexo ao tema, o ministro do STJ Luis Felipe Salomão defende que cabe ao magistrado o controle da legalidade do plano de recuperação judicial, mas não o controle acerca de sua viabilidade econômica.

A pesquisa empírica também identificou decisões onde o magistrado optou por não ingressar, no seu julgamento, em temas econômicos. Na deliberação que autorizou o *DIP Financing* da Atvos Agroindustrial S.A., o juiz redigiu o seguinte trecho em sua decisão:

47 CANOTILHO, J. J. Gomes. "Metodologia Fuzzy" e "Camaleões Normativos" na problemática atual dos direitos econômicos, sociais e culturais. *In: Estudos sobre Direitos Fundamentais*. Coimbra: Coimbra, 2008. p. 99

Antes da análise dos aspectos jurídicos da proposta efetuada e das objeções apontadas, insta salientar que as projeções econômicas apresentadas, sem qualquer embargo ou demérito dos estudos, revelam juízos especulativos e com prognoses de difícil constatação, de modo que não serão considerados para a elaboração desta decisão judicial. De mais a mais, a jurisprudência, acertadamente, é remansosa no sentido que ao Poder Judiciário compete a análise dos aspectos jurídicos da recuperação judicial. As questões envolvendo os pontos econômicos são de atribuição dos credores e das devedoras, quando da construção, votação e implementação do plano votado. (grifo nosso)⁴⁸

Considerando este cenário de embate de posições na doutrina e na jurisprudência quanto ao grau de intervenção do judiciário em aspectos econômicos da recuperação judicial, defende-se neste trabalho, a partir dos resultados obtidos com a pesquisa empírica, a adoção de um posicionamento mais proativo dos tribunais acerca das questões econômicas atinentes não somente ao financiamento DIP, mas a recuperação judicial e a falência como um todo.

Nesse sentido, cabe ao magistrado atentar-se sobre o impacto que suas decisões terão para a saúde financeira da recuperanda e em sua capacidade de fazer frente aos créditos sujeitos ao concurso.

A pesquisa empírica revela que não pode o juízo separar as questões jurídicas das econômicas, dado que são temas intrinsecamente interligados no amplo espectro de interesses que envolve o processo recuperacional. A tutela dos interesses dos credores, fornecedores, sócios/acionistas, consumidores e da própria sociedade de-

48 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais). Processo nº 1050977-09.2019.8.26.0100. São Paulo, *Diário de Justiça Eletrônico*, 03 mar. 2022.

pende da atuação de um agente imparcial e autônomo, para desempenhar o devido controle dos fatores jurídicos e econômicos que permeiam as etapas de um processo de insolvência.

Portanto, é preciso maiores discussões entre os profissionais do direito a respeito de como o judiciário deve enfrentar as questões econômicas da recuperação judicial. Este debate deve ser guiado a partir de uma visão aberta do papel do juiz no processo, sem a incidência de dogmatismos que prerrogam a inércia e a alienação do magistrado quanto à realidade econômica da insolvência que se impõe à ele. O diálogo entre direito e economia é fundamental, como já evidenciado pelos estudos da Análise Econômica do Direito (AED), para que haja a completa compreensão do impacto da norma jurídica e de sua aplicação no cenário negocial de uma empresa.

Conclusão.

Encaminhando para a conclusão, o artigo obteve êxito em seu objetivo principal, ao apresentar os resultados de uma pesquisa empírica que analisou diversas decisões judiciais que julgaram pedidos de financiamento requeridos por empresas em recuperação judicial. Foi possível, a partir dos dados apresentados no capítulo segundo, identificar os principais critérios levados em consideração pelo judiciário, diante de diferentes questões jurídicas e financeiras que atingem o processo de financiamento das empresas em crise.

Em um aspecto geral, o estudo constatou a presença de posicionamentos divergentes do juízo recuperacional quanto ao grau de intervenção judicial em aspectos econômicos do DIP e de outros temas que envolvem a recuperação de empresas. Nesse sentido, enquanto que alguns magistrados assumem uma posição mais intervencionista, buscando examinar e arbitrar elementos econômico-financeiros da transação, outros entendem que essa intervenção deve ser excepcional, cabendo ao judiciário somente a análise do preenchimento dos requisitos jurídicos.

Entretanto, considerando que a legislação não é clara quanto aos parâmetros a serem levados em consideração para autorizar um pedido de financiamento DIP, compete ao judiciário formar uma jurisprudência sólida e uniforme, que garanta maior previsibilidade às recuperandas e seus investidores quanto à viabilidade financeira e jurídica das operações DIP.

De todo modo, este autor defende a aplicação de uma análise mais detalhada e crítica da transação por parte dos juízes que vieram a julgar as autorizações. A discussão não envolve a defesa de uma maior interferência dos tribunais nos aspectos negociais da empresa, cuja autonomia administrativa deve ser respeitada, nos termos da Lei. Mas deve ser calcada na importância de se atentar às questões econômicas que permeiam o financiamento DIP, uma vez que estes aspectos afetam os interesses de diferentes agentes que participam deste processo.

Cabe ao judiciário, portanto, ponderar e equilibrar os interesses conflitantes que se fazem presentes, não sendo possível o exercício dessa função somente com o exame jurídico do atendimento dos critérios e requisitos formais estabelecidos pela legislação.

Em resumo, o presente trabalho ofereceu uma análise ampla acerca do recente desenvolvimento do *DIP Financing* no Brasil, na expectativa de que os resultados dessa pesquisa possam servir de substrato para discussões futuras entre juristas e pesquisadores que se interessarem pelo tema, além de auxiliar empresas em crise e investidores em sua tomada de decisão quanto à estratégia para o obter o financiamento. A consolidação do DIP no mercado brasileiro, ao longo dos próximos anos, permitirá a atualização dos dados obtidos neste estudo, com a esperança de que possamos presenciar avanços significativos no processo de financiamento e soerguimento das empresas em recuperação judicial.

FREEDOM OF ASSOCIATION AND CORPORATE CONTRACTS: LEGAL AND TAX ASPECTS OF DRAG-ALONG AND TAG-ALONG CLAUSES¹

LIBERDADE DE ASSOCIAÇÃO E CONTRATOS SOCIETÁRIOS: ASPECTOS JURÍDICOS E TRIBUTÁRIOS DAS CLÁUSULAS DRAG-ALONG E TAG-ALONG

*Carina Mandler Schmidmeier**
*Bianca Martins Knap***

Abstract: This article aims to analyze the legal and tax aspects of drag-along and tag-along clauses in corporate contracts, highlighting their relationship with freedom of association and the fiscal impacts arising from the transfer of corporate control. Through a deductive methodology and bibliographic research, the study examines the constitutional foundation of freedom of association, the mechanisms and functions of these clauses, and their tax consequences, especially regarding the incidence of Corporate Income Tax (IRPJ) and Social Contribution on Net Profit (CSLL). It is observed that the transfer of

1 Artigo recebido em: 01.09.2025 e aceito em: 07.12.2025.

* Lawyer practicing in Commercial Law, International Trade, and International Contracts. Master's candidate in Economic Law and Development – Economic Law, Development, and Globalization at the Pontifical Catholic University of Paraná (PUC/PR). Postgraduate in Civil and Business Law from the Pontifical Catholic University of Paraná (PUC/PR). Postgraduate in Labor and Social Security Law from the Pontifical Catholic University of Minas Gerais (PUC/MG). Postgraduate in Energy Law and Strategic Aspects of the Brazilian Electric Sector from ESMAFE – PR/UNIBRASIL. Member of the Research Group on Contemporary Tax Law: Taxation, Fiscal State, Fundamental Rights, and Economic Order (August 2017 – present). Member of the Research Group Advanced Studies in International Law and Sustainable Development at PUC-PR. Email: carina.schmidmeier@pucpr.jus.br

** Master's candidate in Law at the Pontifical Catholic University of Paraná (PUC/PR). Specialist in Tax Law, Compliance, and Tax Planning from PUC/PR (2024). Bachelor in Accounting from the State University of Maringá (2024). Bachelor in Law from the Pontifical Catholic University of Paraná (2022). Lawyer and Accountant. E-mail: bianca.knap@pucpr.edu.br

corporate interests governed by these clauses constitutes a taxable capital gain, subject to a 15% rate (plus an additional 10% for profits exceeding BRL 240,000 annually) for IRPJ, and 9% (which may vary depending on the sector) for CSLL, with tax incidence exclusively at the federal level, excluding state or municipal taxes. A thorough understanding of these fiscal effects is essential to ensure legal certainty and efficiency in tax planning for corporate operations. It is concluded that, by promoting predictability and uniformity in control transfers, drag-along and tag-along clauses, when applied transparently and with the autonomy of will, contribute to the protection of corporate rights and sustainable economic development, in accordance with constitutional principles and current tax legislation.

Keywords: Globalization. Economic Development. Economic Freedom. Drag-Along. Tag-Along.

Resumo: Este artigo objetiva analisar os aspectos jurídicos e tributários das cláusulas drag-along e tag-along nos contratos societários, destacando sua relação com a liberdade de associação e os impactos fiscais gerados pela alienação do controle societário. Por meio de uma metodologia dedutiva e pesquisa bibliográfica, o estudo examina a fundamentação constitucional da liberdade de associação, os mecanismos e funções dessas cláusulas, e suas consequências tributárias, sobretudo quanto à incidência do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL). Verifica-se que a alienação de participações societárias, disciplinada por essas cláusulas, configura ganho de capital tributável, sujeitando-se a alíquotas de 15% (mais adicional de 10% para lucros acima de R\$ 240 mil anuais) no IRPJ, e a 9% (podendo variar conforme o setor) na CSLL, incidência esta exclusiva de tributos federais, sem abrangência estadual ou municipal. A compreensão detalhada desses efeitos fiscais é essencial para garantir segurança jurídica e eficiência no planejamento tributário das operações societárias. Conclui-se que, ao promover previsibilidade e uniformidade nas transferências de controle, as cláusulas drag-along e tag-along, quando aplicadas com transparência e autonomia da vontade, contribuem

para a proteção dos direitos societários e para o desenvolvimento econômico sustentável, em consonância com os preceitos constitucionais e a legislação tributária vigente.

Palavras-chave: Globalização. Desenvolvimento Econômico. Liberdade econômica. *drag-along*. *tag-along*.

Summary: Introduction; 1. The Constitutional protection of freedom of association and its relation to development and the economic order. 2. Drag-Along And Tag-Along clauses: fundamental notions. 3. Tax implications arising from drag-along and tag-along clauses. Final Considerations.

Introduction.

In the last decade of the twentieth century, the perception was consolidated that the world was entering a new era, marked by the advent of technological transformations, the reconfiguration of social structures, the emergence of a new economic order, and significant cultural changes. In this context, the need arose for the creation of new productive models and corporate forms that could reflect and sustain the phenomenon of economic globalization, characterized, above all, by the liberalization of international trade and the intensification of economic interactions between individuals and States.

From this perspective, the contemporary scenario of business corporations has been marked by a significant increase in corporate reorganization operations, mergers, and acquisitions, which makes it indispensable to use contractual mechanisms capable of providing greater legal certainty and predictability to those involved. In this regard, tag-along and drag-along clauses stand out, traditionally recognized for their corporate protection function but increasingly analyzed also from the perspective of their tax effects.

Therefore, the hypothesis to be confirmed by the object of the study is that tag-along and drag-along clauses, by conferring predictability and uniformity to control transfer operations, generate tax effects.

Accordingly, the guiding question of this research is: To what extent are tag-along and drag-along clauses, by regulating the transfer of corporate control, capable of generating tax effects?

To achieve the stated objective, the research methodology adopted was deductive analysis, which starts from general premises and seeks to reach specific conclusions through a logical sequence of inferences. As the procedural method, bibliographic research was used as a means to obtain results and a deeper study of the subject.

To answer the research question, the article was divided into three chapters. The first topic seeks to analyze the constitutional protection of freedom of association and its relationship with development and the economic order. Subsequently, the second chapter addresses the concept of drag-along and tag-along clauses, as well as the fundamental notions on the subject. The third chapter briefly examines the tax implications arising from drag-along and tag-along clauses. Finally, the article presents its concluding remarks.

1. The constitutional protection of freedom of association and its relation to development and the economic order.

The Constitution of the Federative Republic of Brazil of 1988 enshrines, among fundamental rights, the freedom of association, under Article 5, item XVII, ensuring the right to establish associations for lawful purposes. Complementarily, item XX of the same constitutional provision expressly establishes the impossibility of coercion regarding associative ties, by stating that “no one shall be compelled to join or to remain in an association,” thereby reaffirming the voluntary

and autonomous nature of associative relations in the Democratic Rule of Law.²

José Afonso da Silva³ teaches that “Freedom of association is a liberty right that presupposes both the right to associate and to disassociate, and it is forbidden, whether by the State or by the associations themselves, to force an interested party to remain in the entity.”

In the same vein, Gilmar Ferreira Mendes⁴ emphasizes that “Freedom of association is a right of horizontal effectiveness, relating both to public and private relations. No one is obliged to remain associated, and any requirement to that effect would be unconstitutional, as it would violate individual freedom.”

Furthermore, Article 170 of the Federal Constitution of 1988 provides that “The economic order, founded on the valorization of human labor and free enterprise, has as its purpose to ensure a dignified existence for all, in accordance with the dictates of social justice, while observing the following principles [...]”.⁵

In the words of Eros Roberto Grau,⁶ “The economic order is guided by freedoms — the freedom to contract, to work, to undertake — and the right to remain or to disassociate from an organization is part of this freedom.”

2 BRAZIL. *Constitution of the Federative Republic of Brazil of 1988*. DF: Presidency of the Republic, 2016. Available at: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Accessed on: June 28, 2025.

3 SILVA, José Afonso da. *Course on Positive Constitutional Law*. São Paulo: Juspodivm, 2022. p. 258–260.

4 MENDES, Gilmar Ferreira. *Constitutional Law Course*. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 312–314.

5 BRAZIL. *Constitution of the Federative Republic of Brazil of 1988*. DF: Presidency of the Republic, [2016]. Available at: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Accessed on: June 28, 2025.

6 GRAU, Eros Roberto. *The economic order in the 1988 Constitution: interpretation and critique*. São Paulo: Malheiros, 2022. p. 177–191.

This idea is further reinforced by Article 421-A of the Civil Code, and defended by civil law scholars such as Pablo Stolze Gagliano and Rodolfo Pamplona Filho,⁷ who state: “Contractual freedom is a presupposition of the legal transaction, in which the contract results from the consent of the parties, who are in an apparent situation of parity.”

Amartya Sen argues that true development must be understood as the expansion of the real freedoms that people enjoy, and not merely as an increase in income or economic production. For him, freedom is both the primary means and the ultimate end of development.⁸

Development, therefore, consists in expanding people’s capabilities to enable them to live the life they value, that is, to have real choices and opportunities to achieve well-being.⁹

In criticizing approaches that focus solely on wealth or growth, Sen proposes that attention be given to aspects such as health, education, political participation, security, and human rights, which are essential to individual freedom.

To this end, the main freedoms highlighted by Amartya Sen are: (a) political freedom; (b) economic freedom; (c) social freedom; (d) political freedom to ensure transparency guaranteed by institutions; and (e) freedom of security.¹⁰

In a concise synthesis, development is seen as the removal of obstacles that limit people’s freedoms (poverty, tyranny, social exclusion, lack of opportunities). Without these basic freedoms, it is not possible to fully exercise one’s capabilities to achieve what is valued

7 GAGLIANO, Pablo Stolze; PAMPLONA FILHO, Rodolfo. *New course of civil law: contracts*. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 289–304.

8 SEN, Amartya. *Development as Freedom*. Translated by Iwo Korytowski. São Paulo: Companhia das Letras, 1999. p. 36.

9 *Ibidem*.

10 *Ibidem*.p.36.

in life. The expansion of these freedoms improves well-being and promotes a more just and inclusive society.¹¹

Flávio Pansieri,¹² analyzing the concept established by Sen, highlights freedom as:

Escaping this dichotomy, I prefer to understand that freedom is established in Brazil based on the concept set forth by the Indian scholar Amartya Sen: free will be the one who participates, the one who possesses the condition of an agent – that possibility which any individual has to participate and to understand their position.

Pansieri further relates economic freedom to other freedoms, considering it one of the paths to the effectiveness of freedom as a whole.¹³

In view of the foregoing, based on doctrinal understandings, it is clear that in order to achieve full freedom, no one should be excluded from economic opportunities, from the freedom to contract in a manner that promotes social development, and that the withdrawal from a contract or association must be respected, thereby enhancing the effectiveness of freedom, while preventing any abusive situation that may cause harm to the other parties or to the collective interest.

2. Drag-along and tag-along clauses: fundamental notions.

Notwithstanding the constitutional guarantee of freedom of

11 PANSIERI, Flávio. *Freedom in Western Thought. Vol. 4: Freedom as Justice and Development*. Porto: Juruá, 2019.

12 PANSIERI, Flávio. *The dichotomy between justice and freedom*. Básica Comunicações, 2016. Available at: <https://www.basicacomunicacoes.com.br/a-dicotomia-entre-a-justica-e-a-liberdade-porflavio-pansieri>. Accessed on: June 17, 2025.

13 PANSIERI, Flávio. *Freedom in Western Thought. Vol. 4: Freedom as Justice and Development*. Porto: Juruá, 2019.

association, provided for in Article 5 of the Constitution of the Federative Republic of Brazil of 1988, it is observed, within the scope of corporate law, the existence of contractual clauses that relativize such prerogative. Among these provisions, tag-along and drag-along clauses stand out, which, although valid within the contractual framework, impose conditions on the free permanence or withdrawal of the associate, directly interfering with the self-determination of shareholders in the context of business corporations.

In this chapter, an individual analysis of tag-along and drag-along clauses is carried out.

Firstly, the contractual clause known as drag-along constitutes a legal mechanism that enables the compulsory and joint sale of a company's shares. It is a provision that imposes on certain shareholders the obligation to transfer, in whole or in part, their corporate interests to a third-party acquirer, under the same conditions negotiated by the majority or controlling shareholder. This contractual provision seeks to safeguard the interests of the selling shareholder, even to the detriment of the autonomy or will of the other partners, who are compelled to adhere to the share transfer transaction.¹⁴

Thus, the drag-along clause generally establishes that, in the face of a proposal for the acquisition of corporate control, the controlling shareholder may require that the minority shareholders bound by the agreement also transfer their shares to the acquirer under the same negotiated conditions. The main purpose of this provision is to facilitate control transfer operations, by allowing the buyer to obtain the entirety — or at least a substantial portion — of the voting capital. This mechanism is particularly relevant in contexts where the interested investor intends to reorganize the corporate structure, exclude certain shareholder profiles — such as funds with short-term strategies or investors with speculative behavior — or

¹⁴ CARVALHOSA, Modesto. *Shareholders' Agreement: Homage to Celso Barbi Filho*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 315.

even make possible the delisting of the company from the capital market.¹⁵

Furthermore, according to the scholar Carvalhosa, the price agreed upon for the transfer of corporate control is freely stipulated between the parties, with the buyer of control making the payment directly to the controlling shareholder, with or without discount, as provided in the respective agreement. However, any clause establishing a discount must comply with the maximum limit of 20%, as set forth in Article 254-A of the Corporations Law, under penalty of characterizing an undue advantage for the acquirer of control and, indirectly, for the transferor himself.¹⁶

Thus, the functionality of the drag-along clause must be interpreted in light of the interest of the acquirer, with the reasons that led him to acquire the company's shareholding being irrelevant.¹⁷

What frequently occurs is that Venture Capital, Private Equity, or Entrepreneurial Credit Funds require the controlling shareholder of the investee company to accept the inclusion of this clause in the shareholders' agreement to be executed prior to the capital injection into the business.¹⁸

In the words of Modesto Carvalhosa, the drag-along clause may be defined as follows:

It is provided therein that, should the controlling shareholder receive a proposal for the acquisition

¹⁵ *Ibidem*.

¹⁶ CARVALHOSA, Modesto. *Commentaries on the Corporations Law: Law 6.404/76*. 4th ed. São Paulo: Saraiva, 2009, v. 1. p. 304–305.

¹⁷ PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Transfer of Corporate Control*. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 54.

¹⁸ BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares. *Liquidity contractual mechanisms in shareholders' agreements: From structure to function*. Master's Dissertation. Graduate Program in Law, State University of Rio de Janeiro, Concentration Area: Civil Law, p. 59. Rio de Janeiro, 2016.

of control, he may, in the manner stipulated in the agreement, require that the minority shareholders who are parties to the agreement also sell their shares to the bidder, for the offer price accepted by the controller. The function of the drag-along is to broaden the spectrum of potential interested parties in the acquisition of control, insofar as they may have no interest in maintaining the current minority shareholders who are parties to the agreement, whether, for example, due to their profile (investment funds, possible strikers) or, alternatively, with a view to the future delisting of the company.¹⁹

Therefore, it is easily identifiable that the drag-along clause “drags” the minority shareholders into a single block, alienating the company to a third party. Often, we also observe an inverse position, widely used, namely in favor of a minority block, where the minority being an investment fund with this clause inserted in the shareholders’ agreement, they may “drag” the majority so that the entirety of the company is sold.

That said, investors must also keep in mind the projection of the exit of their investments, without being prevented from doing so by minority shareholders. The drag-along right is a central feature of the shareholders’ agreement to be executed, for the future allocation of resources. The Authentix case suggests that there may be circumstances that cannot be enforced against minority shareholders, and other deadlock provisions should be considered for implementation before the investment is made, thus diverting potential challenges at the time of enforcing the drag-along clause upon exit.

On another front, tag-along is enshrined in Law 6.404/76 (Brazilian Corporations Law – LSA), in Article 254-A, which obliges the controlling shareholder to ensure the minority shareholders a mini-

19 CARVALHOSA, Modesto. *Commentaries on the Corporations Law: Law 6.404/76*. 4th ed. São Paulo: Saraiva, 2009, v. 1. p. 304–305.

imum price of 80% (eighty percent) of the amount paid per share or per lot of shares in the case of a sale of the company.²⁰

It should be noted that, according to the legal provision, tag-along applies to minority shareholders holding common shares, with voting rights, in order to guarantee them the same price offered to controlling shareholders.

Thus, tag-along refers to a contractual clause that, by providing for the sale of the shares held by one or more members of the agreement, grants the other participants the right to jointly sell these holdings. This provision may apply both to shares conferring control and to minority shares. Thus, the signatories agree among themselves on the right to sell their shares together. The creditors of this obligation are the shareholders who, being parties to the agreement, were not directly involved in the negotiation with third parties.²¹

In summary, for better understanding, common shares are classified as those which, in principle, grant their holders participation in the company's dividends and in the deliberations of the shareholders' meetings, which are the highest authority and in which each share entitles its holder to one vote, thereby granting the full set of rights to the holders.²²

20 CARVALHOSA, Modesto. *Commentaries on the Corporations Law: Law 6.404/76*. 4th ed. São Paulo: Saraiva, 2009, v. 1. p. 310.

21 CARVALHOSA, Modesto. *Shareholders' Agreement: Homage to Celso Barbi Filho*. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 311.

22 CVM Instruction 361: Art. 2 A Public Tender Offer for the acquisition of shares of a publicly-held company (OPA) may be one of the following types: I – OPA for cancellation of registration: a mandatory OPA conducted as a condition for the cancellation of the registration for trading shares on regulated securities markets, pursuant to §4 of art. 4 of Law 6.404 of December 15, 1976, and §6 of art. 21 of Law 6.385 of December 7, 1976; II – OPA due to increase in shareholding: a mandatory OPA conducted as a consequence of the controlling shareholder increasing its stake in the share capital of a publicly-held company, pursuant to §6 of art. 4 of Law 6.404/76; III – OPA due to transfer of control: a mandatory OPA conducted as a condition for the effectiveness of a legal transaction involving the transfer of control of a publicly-held company, pursuant to art. 254-A of Law 6.404/76; IV – Voluntary OPA: an OPA aimed at acquiring shares of a publicly-held company, which is not required to be conducted according to the specific procedures established in this Instruction for any mandatory OPA referred to in the previous items; V – OPA for acquisition of control of a publicly-held company: a voluntary OPA

The provision of tag-along was only effectively implemented with the insertion of Article 254-A into the LSA, which established rules for the direct or indirect transfer of control of a listed company, where the referred clause can only be contracted under the condition, suspensive or resolutive, that the acquirer undertakes to make a public tender offer for the voting shares owned by the other shareholders of the company, so as to assure them a price at least equal to 80% (eighty percent) of the amount paid per voting share that is part of the controlling block.

Article 28 of CVM Instruction No. 361 mentions tag-along, imposing a restriction regarding the class of shares covered by the guarantee of the tag-along right. According to the CVM, only shares with voting rights would be covered by such guarantee.

The translation of the English expression is, precisely, “to follow, to accompany”: the other shareholders shall have the right to accompany the selling shareholder. For this reason, in Brazil, the clause is referred to as the joint sale or joint exit clause.²³

Moreover, as explained by Gladston Mamede, the mechanism called “extension of the control premium,” also known as tag-along, aims to safeguard the value of shares not included in the controlling block, preventing their excessive devaluation. It is common that, although the shares have an established market value, the acquirer of control pays a higher amount, thus characterizing the so-called con-

as provided in art. 257 of Law 6.404/76; and VI – Competing OPA: an OPA submitted by a third party who is not the offeror or a person related thereto, targeting shares covered by an OPA already submitted for registration with the CVM, or by an OPA not subject to registration whose notice has already been published, pursuant to art. 11.

23 CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. *Transfer of control in closely held companies*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 228; CRAVEIRO, Mariana Conti. *Contracts among partners: interpretation and corporate law*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 95; CARVALHOSA, Modesto. *Shareholders' Agreement: Homage to Celso Barbi Filho*. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 311; EIZIRIK, Nelson. *The Corporations Law commented*. 2nd ed., revised and expanded. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v. 2. p. 277.

control premium. By way of example, the author cites a case of a common share usually traded at R\$70.00, where the purchaser of control pays R\$100.00 per share. This will trigger the tag-along obligation, which requires the presentation of a public tender offer (OPA) at a minimum value of R\$80.00, unless otherwise provided in the by-laws.²⁴

Furthermore, the distinguished scholar Mamede adds that, usually, such rule only covers common shares with voting rights, and it is common for preferred shares to be excluded from the extension of the control premium, except in the case provided for in Article 17, item III. However, some companies guarantee, in their bylaws, the recognition of this right also to holders of preferred shares.²⁵

Thus, the joint sale clause represents a limitation on the free transfer of shares contemplated in the agreement, by binding the transfer to third parties to the obligation to also acquire the shares of the other signatories.²⁶

In light of the foregoing, the main characteristics of tag-along and drag-along clauses have been duly clarified, highlighting their purposes, mechanisms of operation, and legal implications in the context of shareholders' agreements. These instruments, inserted in shareholders' agreements, aim to safeguard rights and impose specific obligations in situations of transfer of corporate interests, directly affecting governance dynamics and the protection of the interests of both minority and controlling shareholders, as the case may be.

24 MAMEDE, Gladston. *Brazilian Business Law – Corporate Law*. 14th ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2022. E-book, p. 437. Available at: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786559772582/>. Accessed on: June 28, 2025.

25 Idem.

26 CARVALHOSA, Modesto. *Shareholders' Agreement: Homage to Celso Barbi Filho*. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 311.

3. Tax implications arising from drag-along and tag-along clauses.

According to the teachings of Fernando Bonfá de Jesus and Isabela Bonfá de Jesus, in the event of an onerous transfer of corporate ownership by a legal entity, if a positive difference between the transfer value and the respective acquisition cost is verified, a capital gain is characterized. In such circumstance, Corporate Income Tax (IRPJ) applies, the collection of which falls under the competence of the Federal Government, as provided for in the applicable tax legislation.²⁷

This is because the taxable event of Corporate Income Tax (IRPJ), pursuant to Article 43 of the National Tax Code (CTN), consists of the acquisition of economic availability, when the cash basis method is adopted, or legal availability, in the case of the accrual method, related to: a) income, understood as the result derived from capital, labor, or the combination of both; and b) proceeds of any nature, characterized as patrimonial increases that do not fall under the strict concept of income. Meanwhile, the taxable event of the Social Contribution on Net Profit (CSLL), as provided in Article 195 of the Federal Constitution of 1988, is the determination of profit.²⁸

In this regard, it should be noted that taxpayers of Corporate Income Tax (IRPJ), and therefore subject to its payment, include legal entities domiciled in the country, as well as individuals treated as such under applicable legislation.²⁹

27 JESUS, Fernando Bonfá de; JESUS, Isabela Bonfá de. *Taxation in merger and acquisition operations*. Revista Jurídica Luso-Brasileira, Lisbon, year 6, no. 4, pp. 1171–1196, 2020. Available at: https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2020/4/2020_04_1171_1196.pdf. Accessed on: July 10, 2025.

28 PÊGAS, Paulo H. *Manual of Tax Accounting*. 10th ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2022. Available at: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786559772087/>. Accessed on: July 9, 2025; POHLMANN, Marcelo C. *Tax Accounting*. 2nd ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2024. Available at: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786559775873/>. Accessed on: July 9, 2025.

29 PÊGAS, Paulo H. *Manual of Tax Accounting*. 10th ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2022. Available

Thus, in the event of a capital gain, the applicable Corporate Income Tax (IRPJ) rates are as follows: a) a basic rate of 15%, levied on profit, whether actual, presumed, or arbitrated; b) an additional 10% applied on the portion of profit exceeding R\$ 20,000.00 per month, equivalent to R\$ 240.000.00 annually.³⁰

Furthermore, in addition to Corporate Income Tax (IRPJ), Fernando Bonfá de Jesus and Isabela Bonfá de Jesus (2020) assert that the Social Contribution on Net Profit (CSLL) also applies. The taxable event of CSLL, in accordance with Article 195 of the Federal Constitution of 1988, is the determination of profit. Thus, all legal entities domiciled in Brazil, as well as those equated to them under the legislation applicable to Corporate Income Tax, are taxpayers of this contribution.³¹

As for CSLL, the standard rate, established since the early 2000s, is 9% for most companies; however, differentiated rates apply depending on the type of activity, as follows: a) for financial institutions in general, provided in item I of § 1 of Article 1 of Complementary Law No. 105/2001, a rate of 20% applies, as included by Law No. 14.183/2021; b) 15% for legal entities operating private insurance, capitalization companies, as well as those mentioned in items II, III, IV, V, VI, VII, IX, and X of § 1 of Article 1 of Complementary Law No. 105/2001, as amended by Law No. 14.183/2021.³²

at: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786559772087/>. Accessed on: July 9, 2025. p. 326.

30 PÊGAS, Paulo H. *Manual of Tax Accounting*. 10th ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2022. Available at: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786559772087/>. Accessed on: July 9, 2025. p. 326.

31 PÊGAS, Paulo H. *Manual of Tax Accounting*. 10th ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2022. Available at: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786559772087/>. Accessed on: July 9, 2025. p. 326; POHLMANN, Marcelo C. *Tax Accounting*. 2nd ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2024. Available at: <https://app.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786559775873/>. Accessed on: July 9, 2025. p. 71.

32 *Ibidem*.

It is also worth emphasizing that no state or municipal taxes are levied on the purchase and sale of corporate ownership interests, as such transactions are subject exclusively to federal taxation.³³

At times, questions arise as to which tax regime applies to legal entities that adopt the presumed profit method for purposes of calculating Corporate Income Tax. In such cases, it is extremely rare for these companies to carry out purchase and sale transactions involving corporate ownership interests, since this would require consideration of the acquisition cost or the amount of the investment made in previous fiscal years — an element not accounted for under this method of taxation.³⁴

As a rule, the presumed profit method is adopted by companies with lean operational structures and low fixed costs. For this reason, it is uncommon to find, under this regime, entities engaged in the negotiation of corporate ownership interests. This is because, under presumed profit, taxation is levied exclusively on revenue or gross receipts, without considering actual expenses or costs incurred, which may generate significant distortions in operations that depend on the accurate measurement of patrimonial gains and losses.³⁵

Nonetheless, it is important to note that, in certain situations, a company may calculate the result of its main activity — not involving the negotiation of corporate ownership interests — under the presumed profit regime, while simultaneously holding an ownership interest in another company operating in the same sector. In this spe-

33 JESUS, Fernando Bonfá de; JESUS, Isabela Bonfá de. *Taxation in merger and acquisition operations*. *Revista Jurídica Luso-Brasileira*, Lisbon, year 6, no. 4, pp. 1171–1196, 2020. Available at: https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2020/4/2020_04_1171_1196.pdf. Accessed on: July 10, 2025. p. 1190.

34 *Ibidem*.

35 JESUS, Fernando Bonfá de; JESUS, Isabela Bonfá de. *Taxation in merger and acquisition operations*. *Revista Jurídica Luso-Brasileira*, Lisbon, year 6, no. 4, pp. 1171–1196, 2020. Available at: https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2020/4/2020_04_1171_1196.pdf. Accessed on: July 10, 2025. p. 1190.

cific case, if such ownership interests are sold, the gain calculation shall be performed according to the traditional method for determining capital gains, i.e., by calculating the difference between the transfer value and the acquisition cost of the shares or quotas. In this context, the same system applicable to companies under the actual profit regime applies, including the corresponding IRPJ and CSLL rates.³⁶

Finally, with regard to individuals — as opposed to legal entities — the income they derive is subject to the incidence of Personal Income Tax (IRPF), according to the traditional annual progressive table, applying the legally established rates.³⁷ Accordingly, the Personal Income Tax (IRPF) table valid for the 2025 filing — concerning income earned in 2024 — has been updated with new brackets, as follows: monthly income of up to R\$ 2.259.20 is exempt from tax; for monthly income between R\$ 2.259.21 and R\$ 2.826.65, a rate of 7.5% applies, with a deduction of R\$ 169.44; in the bracket of R\$ 2.826.66 to R\$ 3.751.05 per month, the rate is 15%, with a deduction of R\$ 381.44; for income between R\$ 3.751.06 and R\$ 4.664.68 per month, a rate of 22.5% applies, with a deduction of R\$ 662.77; finally, income exceeding R\$ 4.664.68 per month is taxed at a rate of 27.5%, with a deduction of R\$ 896.00.³⁸

In summary, drag-along and tag-along clauses, by influencing the transfer of corporate ownership interests, generate significant tax effects, particularly regarding the incidence of Corporate Income Tax (IRPJ) and the Social Contribution on Net Profit (CSLL). Moreover, it is emphasized that such transactions are subject exclusively to federal taxation, with no incidence of state or municipal taxes. Therefore, a proper understanding of the tax implications of these clauses is es-

³⁶ *Ibidem*.

³⁷ *Ibidem*.

³⁸ G1. *Income Tax 2025: See the rate table and learn how to calculate*. Rio de Janeiro: Globo Comunicação e Participações, May 22, 2025. Available at: <https://g1.globo.com/economia/imposto-de-renda/noticia/2025/05/22/imposto-de-renda-2025-veja-a-tabela-de-aliquotas-e-saiba-como-fazer-o-calculo.ghtml>. Accessed on: July 10, 2025.

sential for ensuring tax compliance and the strategic planning of the companies involved.

Final Considerations.

The drag-along clause is a contractual mechanism that establishes a joint sale of a company's shares; from another perspective, the tag-along provision obliges the controlling shareholder to ensure minority shareholders receive a minimum of 80% of the price paid per share or per block of shares in the event of the company's sale. These are contractual guarantee mechanisms, in which the parties exercise their autonomy of will by agreement, allowing the full exercise of the right to associate or not associate with a particular company or individual.

This study aimed to answer the extent to which drag-along and tag-along clauses, by regulating the transfer of corporate control, are capable of generating tax effects.

The present study demonstrated that drag-along and tag-along clauses, by governing the transfer of corporate control, constitute essential contractual mechanisms for legal certainty and predictability in corporate operations, especially in contexts of reorganizations, mergers, and acquisitions. These clauses balance the interests of majority and minority shareholders, protecting rights and promoting stability in business relationships.

In the tax sphere, it was evidenced that such clauses generate significant fiscal impacts, as they directly influence the incidence and timing of capital gain recognition, which is taxed under the Corporate Income Tax (IRPJ) and the Social Contribution on Net Profit (CSLL). The disposal of equity interests subject to these clauses is linked to the calculation of taxable profit, subject to the rates provided by law, and to compliance with applicable tax regimes, such as actual or presumed profit.

Moreover, the correct interpretation and application of drag-along and tag-along clauses are fundamental to avoiding tax contingencies, ensuring compliance with tax obligations, and enabling strategic tax planning. A lack of clarity or transparency in these operations may lead to tax challenges, fines, and assessments, negatively impacting the financial sustainability of the companies involved.

In summary, the incorporation of drag-along and tag-along clauses in corporate contracts, when carried out transparently and grounded in contractual autonomy, functions as an effective instrument for legal protection and tax compliance, contributing to a more solid, stable business environment that is conducive to sustainable economic growth.

Normas para publicação de artigos na RSDE

1. Os trabalhos para publicação na Revista Semestral de Direito Empresarial – RSDE deverão ser inéditos no Brasil e sua publicação não deve estar pendente em outro veículo nacional. Serão aceitos trabalhos redigidos em português, inglês, espanhol, francês e italiano.

2. Os trabalhos deverão ser enviados em arquivos no formato “.doc” para o e-mail: conselho.executivo@rsde.com.br

3. Ressalvadas hipóteses de publicação a convite dos Conselhos Editorial e Executivo, exige-se "graduação em instituição de ensino superior" como titulação mínima necessária para a submissão, observando o limite de, no máximo, 3 coautores por artigo. Não é permitida a submissão de artigos assinados por graduandos.

4. Os artigos deverão observar as normas da ABNT (NBR 6023, NBR 10520 e NBR 14724) e ser entregues na seguinte formatação:

- (a) Tamanho do papel: A4 (210 x 297 mm);
- (b) Orientação: retrato;
- (c) Margens: as margens superior e esquerda devem ser de 3 cm, ao passo que as margens inferior e direita devem ser de 2 cm;
- (d) Alinhamento: justificado;
- (e) Parágrafo: usar a tabulação padrão (1,25 cm), a partir da margem esquerda da folha. As eventuais alíneas devem estar a 2,5 cm da margem (para transcrições longas, observar a alínea “h” abaixo);
- (f) Espaçamento: antes e depois: 0 pt.; entrelinhas: 1,5 linhas no texto e simples para notas de rodapé (para transcrições longas, observar a alínea “h” abaixo);
- (g) Fonte: Times New Roman; estilo: normal; tamanho: corpo 12 para o texto e corpo 10 para as notas de rodapé; cor: automático;
- (h) Transcrições longas (mais de 3 linhas): escritas em parágrafo independente, com recuo a 4 cm da margem esquerda, sem aspas; tamanho da fonte: 10 (o trecho não deverá ser transcrito em “itálico” ou “negrito”, à exceção de expressão grifada pelo autor, caso em que deverá ser incluída, ao final do texto transcrito, a expressão “grifos do autor”); espaçamento entrelinhas: simples; e
- (i) Transcrições curtas (até 3 linhas, inclusive): deverão observar o mesmo padrão do texto do artigo, escritas entre aspas.

5. Os artigos deverão possuir:

- (a) sumário;
- (b) título, resumo e palavras-chave em dois idiomas, sendo um deles o idioma do texto e o outro necessariamente o inglês;
- (c) referências a citações, as quais serão feitas em notas de rodapé, seguindo, como já indicado no item 3. acima, as normas da ABNT; e
- (d) no mínimo de 15 e máximo de 30 páginas. Não será necessária a indicação de bibliografia ao final do artigo.

6. Os trabalhos recebidos serão submetidos a processo de dupla avaliação anônima por pares (*double blind review*) pelo corpo de pareceristas permanente da RSDE, o qual é composto por professores de universidades brasileiras e estrangeiras.
7. Cada artigo avaliado poderá ser considerado (a) apto para publicação; (b) apto para publicação, desde que realizadas correções obrigatórias; ou (c) inapto para publicação. Serão publicados os artigos que não tiverem recebido qualquer parecer negativo ou aqueles que tiverem atendido as correções obrigatórias requeridas pelos Pareceristas. Após a avaliação, os artigos retornarão aos autores para ciência e para realização de eventuais correções, as quais serão posteriormente conferidas tanto pelos pareceristas quanto pelos membros do Conselho Executivo.
8. Realizado esse procedimento, os artigos aprovados serão submetidos aos Editores e aos membros dos Conselhos Editorial e Executivo da Revista, que se reunirão para avaliá-los e finalizar a seleção para a publicação, observando os critérios de qualidade e exogenia e a quantidade de artigos por número.
9. Além desses artigos avaliados anonimamente por pares, a RSDE publicará até dois artigos de convidados por número. Estes artigos serão avaliados somente pelos Conselhos Editorial e Executivo, os quais analisarão a pertinência temática com o foco e o escopo da Revista e a observância das regras formais para publicação.
10. O autor deverá ceder, gratuitamente e com exclusividade, os direitos autorais do trabalho aprovado para os editores da **RSDE - Revista Semestral de Direito Empresarial** e para a **Editores Processo Ltda.-ME**, a fim de publicação ou distribuição em meio impresso ou eletrônico, ficando autorizadas a incluir o Conteúdo Editorial, nos meios de divulgação impressos ou digitais, online, intranet, via internet.
11. A Revista Semestral de Direito Empresarial - RSDE está licenciada com uma Licença Creative Commons - Atribuição-NãoComercial-SemDerivações 4.0 Internacional.
12. As edições da RSDE são publicadas semestralmente e se referem aos meses de janeiro/junho e julho/dezembro de cada ano.